ROBERT J. SHILLER
THÁI PHẠM - NGUYỄN HOÀNG NAM

Lạc Quan Tếu

IRRATIONAL EXUBERANCE

Cuộc cách mạng thay đổi tư duy con người về Thị trường Chứng khoán

Happy.Live

THẾ GIỚI
NHÀ XUẤT BẢN THẾ GIỚI

MỤC LỤC

08 Lời tựa

13 Lời tựa cho phiên bản ba

25 Lời tựa cho phiên bản hai

33 Lời tựa cho phiên bản đầu tiên

41 Chương 1: Thị trường chứng khoán dưới góc nhìn lịch sử

57 Chương 2: Thị trường trái phiếu dưới góc nhìn lịch sử

69 Chương 3: Thị trường bất động sản dưới góc nhìn lịch sử

PHẦN 1: NHỮNG YẾU TỐ CẤU TRÚC

99 Chương 4: Các yếu tố xúc tác: Internet, sự bùng nổ tư bản và các sự kiện khác

149 Chương 5: Cơ chế khuếch đại: Quy trình xảy ra tự nhiên của mô hình Ponzi

PHẦN 2: NHỮNG YẾU TỐ VĂN HÓA

193 Chương 6: Phương tiện truyền thông

229 Chương 7: Tư duy kinh tế kỷ nguyên mới

273 Chương 8: Kỷ nguyên mới và bong bóng trên khắp thế giới

PHẦN 3: NHỮNG YẾU TỐ TÂM LÝ

291 Chương 9: Mỏ neo tâm lý cho thị trường

307 Chương 10: Hành vi bầy đàn và dịch bệnh

PHẦN 4: NỖ LỰC ĐỂ HỢP LÝ HÓA SỰ PHẤN KHÍCH

335 Chương 11: Thị trường hiệu quả, bước đi ngẫu nhiên và bong bóng

363 Chương 12: Nhà đầu tư học được gì và gạt bỏ những gì?

PHẦN 5: LỜI KÊU GỌI HÀNH ĐỘNG

377 Chương 13: Biến động đầu cơ trong một xã hội tự do

397 Phụ lục: Bài giảng đoạt giải Nobel: Giá tài sản đầu cơ

Các quý vị độc giả thân mến!

Việc xác định giá trị của doanh nghiệp là vấn đề then chốt để đầu tư thành công. Nhiều học thuyết kinh tế đã cố gắng lý giải cho vấn đề biến động giá trong quá trình định giá, nhưng tựu chung có hai trường phái chính yếu dựa trên học thuyết kỳ vọng hợp lý và học thuyết tài chính hành vi.

Eugene Fama đã dựa trên học thuyết về kỳ vọng hợp lý để mô hình hóa sự biến động của giá chứng khoán. Kể từ lần đầu tiên công bố vào năm 1970, lý thuyết thị trường hiệu quả (EMH) của ông đã được sử dụng rộng rãi trong nghiên cứu học thuật và cả trong thực tiễn kinh doanh. Đại ý của Lý thuyết thị trường hiệu quả -EMH là nhà đầu tư biết mọi thông tin về các cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường, và vì con người hành động theo lý trí chứ không bị chi phối bởi cảm xúc, nên giá giao dịch của cổ phiếu phản ánh mọi thông tin được nhà đầu tư tiếp nhận. Do đó, theo cha đẻ của EMH, bản chất của thị trường tài chính là thị trường rất hiệu quả, không có lý do gì, và không ai có thể đánh bại được thị trường.

Warren Buffett lại không đồng tình với quan điểm này, mà cho rằng cảm xúc con người mới là nguồn gốc thúc đẩy quyết định mua bán của họ, ông đã khai thác điều đó và vẫn đang kiếm lợi nhuận đều đặn nhờ vào những điều ngờ nghệch do mô hình thị trường hiệu quả - EMH rao giảng. Sợ hãi là một cảm xúc mạnh mẽ đến nỗi có thể lấn át suy nghĩ lý trí trong thị trường chứng khoán, cũng như trong các tình huống khác của

cuộc đời. Hẳn bạn còn nhớ câu nói kinh điển của Warren Buffett "Hãy biết sợ khi người khác tham lam và tham lam khi mọi người sợ hãi"?

Nhưng đám đông thị trường vẫn cứ tin vào EMH và lý thuyết này vẫn được tín nhiệm ở các trường đại học, trong khi người ta phớt lờ thành tích của Warren Buffett hoặc xem ông là một chiến thắng ngoại lệ nhờ may mắn hết lần này đến lần khác.

Rồi đến năm 1999, Robert Shiller đã "tuyên chiến" với lý thuyết thị trường hiệu quả của Eugene Fama với sự ra đời của cuốn sách Lạc quan Tếu (Irrational Exuberance), được đặt tên theo lời bình luận rất nổi tiếng vào năm 1996 của Cựu Chủ tịch Cục Dự trữ liên bang Mỹ Alan Greenspan về sự hứng khởi bất hợp lý của thị trường chứng khoán. Robert Shiller đã tiên phong trong việc phân tích các yếu tố "không duy lý" của con người trong việc ra quyết định. Ngoài ra, Shiller cũng dùng nhiều nghiên cứu từ ngành tâm lý học để cho thấy rằng quyết định đầu tư của nhà đầu tư bị ảnh hưởng rất nhiều bởi hành vi của những người xung quanh. Việc này sẽ tạo ra tâm lý bầy đàn và thổi biến động giá xa khỏi mức giá mà kỳ vọng hợp lý. Các nghiên cứu của ông đã đặt nền móng cho nhánh khoa học tài chính sau này là tài chính hành vi.

Các nghiên cứu của Shiller cho thấy có những giai đoạn các tài sản bị định giá cao quá mức. Shiller đã cảnh báo từ những năm 1990 khi giá cổ phiếu ngành công nghệ thông tin tăng mạnh, rằng nó không bền vững trong dài hạn. Ông cũng cảnh báo trước nhiều năm về tình trạng bong bóng bất động sản ở Mỹ. Cả hai trường hợp, ông đều đúng, thể hiện lần lượt trong ấn bản đầu tiên vào năm 2000 và ấn bản thứ hai vào năm 2005 của cuốn sách Lạc quan Tếu.

Trong phiên bản sửa đổi, cập nhật và mở rộng lần thứ ba này, Robert Shiller cảnh báo các dấu hiệu của sự hứng khởi phi lý hay tình trạng lạc quan tếu tăng lên không ngừng trong giới đầu tư kể từ cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008. Với giá cổ phiếu và trái phiếu tăng cao cũng như sự leo thang của chi phí nhà đất, sự bùng nổ hậu thế chấp dưới chuẩn có

thể trở thành một minh họa khác cho lập luận gây ảnh hưởng của Shiller rằng sự biến động theo tâm lý là một đặc điểm vốn có của tất cả các thị trường tài sản. Nói cách khác, hiện tượng lạc quan tếu cần được để tâm hơn bao giờ hết. Nếu như các ấn bản trước đó bàn về thị trường chứng khoán và nhà ở. Phiên bản này mở rộng phạm vi của nó khi bao gồm thị trường trái phiếu, tức đề cập đến tất cả các thị trường đầu tư chính yếu. Ấn bản lần ba cũng bao gồm dữ liệu được cập nhật xuyên suốt, cũng như bài giảng đoạt giải Nobel 2013 của tác giả. Ngoài việc xem xét nguyên nhân gây ra bong bóng tài sản, Lạc quan Tếu còn đưa ra tính cấp thiết của việc thay đổi các chính sách nhằm giảm thiểu khả năng và mức độ nghiêm trọng của bong bóng và khuyến nghị những cách thức có thể giúp nhà đầu tư cá nhân cắt giảm rủi ro trước khi bong bóng tiếp theo đến hồi vỡ. Đây là cuốn sách dành cho những ai có tương lai phụ thuộc vào tài khoản hưu trí, nhà ở hoặc các khoản đầu tư khác.

Vì sự thành công của quý bạn!
God Bless!
Sài Gòn, 26/11/2019



Thái Phạm
Trưởng nhóm Biên Dịch

Lời cảm ơn

Tôi biết ơn Nicholas C. Barberis, John Y. Campbell, Peter J. Dougherty, và Bengt Holmstrom đã giúp đỡ trong việc giải thích các tài liệu và bình luận về bản thảo của bài giảng này.

LỜI TỰA
CHO PHIÊN BẢN BA

Ai đó có thể cho rằng đã nhiều năm trôi qua kể từ khi bong bóng đầu cơ nổ tung gây ra cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009, chúng ta lẽ ra nên sống trong một thời kỳ hậu-bong-bóng khác hẳn. Ai đó có thể cho rằng mọi người đã "học được một bài học" và sẽ không lũ lượt kéo nhau vào những thị trường đang bành trướng, như cách họ đã từng làm ở kỳ khủng hoảng trước, góp phần thổi hơi vào bong bóng đang manh nha hình thành. Nhưng các dấu hiệu của bong bóng đã tăng tốc xuất hiện kể từ sau khủng hoảng. Định giá cổ phiếu, trái phiếu Hoa Kỳ và nhiều nước đã đạt đỉnh cao, và định giá nhà đất cũng tăng nhanh tại nhiều quốc gia. Tất cả những điều này xảy ra bất chấp sự phục hồi đáng thất vọng trên toàn cầu sau khủng hoảng kinh tế, căng thẳng quốc tế leo thang – với những trận chiến đẫm máu trên dải Gaza, Iraq, Israel, Syria, và Ukraine – và tiềm tàng một làn sóng chia rẽ chủ nghĩa dân tộc và phân cực chính trị ở châu Mỹ, châu Âu, và châu Á.

Khi tôi viết những dòng này, Quỹ Tiền tệ Quốc tế vừa ban hành một cảnh báo về thị trường nhà đất đang sốt quá cao tại châu Á, châu Âu, châu Mỹ La tinh, và ở các quốc gia Úc, Canada, và Israel. Một cảnh báo tương tự cũng được Ngân hàng Thanh toán Quốc tế (Bank for International Settlements) tuyên bố.

Tình hình bất ổn mang đậm dáng dấp rõ ràng của bong bóng gây nên những quan ngại, mặc dù nhìn chung các quan ngại này không căng thẳng như khi phiên bản đầu tiên của quyển sách này ra đời, cảnh báo về thị trường cổ phiếu bị định giá cao và rất dễ tổn thương (xem bản in

lại lời tựa cho quyển sách ra đời năm 2000 ở phần tiếp theo), hoặc khi phiên bản thứ hai của quyển sách này đưa ra lời cảnh báo về thị trường bất động sản bị định giá cao và rất dễ tổn thương (xem lời tựa bản năm 2005 ở phần tiếp theo).

Khi quyển sách này đến được tay độc giả, thị trường có thể đã trong một tình thế khác hẳn. Thị trường có thể thay đổi chóng mặt, và việc định giá đầy lạc quan mà chúng ta quan sát được vào thời điểm viết quyển sách này (tháng 10 năm 2014) thật khó mà tiên đoán. Định giá hiện thời sẽ không kéo dài lâu khi so với độ trễ xuất bản (*thời gian từ khi bản thảo được nhà xuất bản chấp thuận cho đến khi được in chính thức – chú thích của người dịch*) và thời gian cần thiết để ấn phẩm đến tay độc giả. Nhưng tôi viết cho những độc giả tương lai, có thể là trong nhiều năm tới, những người sẽ đọc về thị trường vào những năm nửa sau thế kỷ 21, họ sẽ lấy một trong những ví dụ được minh họa trong sách làm những ví dụ về các xu hướng và sự thiếu chắc chắn ở diện rộng hơn.

Tuy vậy, bối cảnh trong ấn bản đầu tiên của quyển sách này, cùng một vài cập nhật, vẫn còn rất phù hợp với tình hình ngày nay, và có thể sẽ còn phù hợp cho đến nhiều năm sau. Khi ấn bản đầu tiên ra mắt năm 2000, tôi đau đớn thừa nhận rằng bong bóng thị trường chứng khoán thời điểm ấy, dù đã rất lớn, nhưng về bản chất thì hoàn toàn chẳng có gì lạ lẫm. Chương 8 trong ấn bản này, "Thời đại mới và bong bóng trên khắp thế giới" miêu tả đã bao nhiêu lần chúng ta trải qua những đợt bùng nổ và sụp đổ thị trường chứng khoán với tính chất tương tự, tuy nhỏ hơn và cục bộ hơn. Có một điều tương đối mới mẻ ở đây: bùng nổ thị trường chứng khoán như chúng ta biết, đã đạt đỉnh vào đầu năm 2000 trên diện toàn cầu. Ở ấn bản đầu, tôi gọi đó là Bùng nổ Thiên niên kỷ (*Millennium Boom*), vì nó xuất hiện ngay trước buổi bình minh của thiên niên kỷ mới. Giờ chúng ta có thể tự tin gọi nó là Bong bóng Thiên niên kỷ sau khi nó đã kết thúc. Nhưng cú bùng nổ hay bong bóng này cũng không lấy làm lớn lao gì khi so sánh về quy mô với đỉnh thị trường vào năm 1929. Những bong bóng lớn đến vậy là những sự kiện hiếm khi xảy ra, nhưng

Bong bóng Thiên niên kỷ không phải sự kiện có một không hai trong lịch sử.

Trong phiên bản hai (2005), tôi tập trung nhiều vào nước Mỹ như một chỉnh thể, bùng nổ giá nhà trên toàn quốc bắt đầu từ cuối những năm 1990 đã đạt quy mô lớn nhất lịch sử, hoặc ít nhất là lịch sử từ những năm 1890, đó là thời điểm xa nhất tôi lấy số liệu. Nhưng, cùng lúc đó, chương sách mới được thêm vào trong phiên bản thứ hai cũng kiểm đếm lại những bong bóng nhà đất từng xảy ra, và nếu bạn nhìn vào những thế kỷ trước, đó chính là bong bóng giá đất. Nhiều thế kỷ trước, đầu cơ bất động sản trông giống như đầu tư vào đất đai – một trang trại hoặc một miếng đất ở thành thị để xây nhà ở. Một cơ hội lớn trong nửa sau thế kỷ hai mươi là sự sụt giảm nghiêm trọng tiêu chuẩn xét duyệt cho vay mua nhà. Chính sự sụt giảm này, cộng với bùng nổ giá nhà trên diện toàn cầu (mà giờ khi nhìn lại sự đổ vỡ của cơn bùng phát giá nhà sau năm 2006, chúng ta có thể tự tin gọi đó là một bong bóng) là một sự kiện độc nhất vô nhị. Chúng ta có thể gọi đây là Bùng nổ Xã hội Sở hữu (*Ownership-Society Boom)*, đi liền với nó là câu khẩu hiệu của cựu tổng thống George W. Bush trong chiến dịch tranh cử tổng thống của ông vào năm 2004, khắc họa kế hoạch khuếch trương rộng rãi quyền sở hữu nhà, chứng khoán, và các dạng đầu tư khác. (Tôi sẽ gọi cuộc bùng nổ thị trường chứng khoán hiện tại, từ năm 2009 đến thời điểm viết quyển sách này vào năm 2014 là cuộc Bùng nổ Bình thường Mới (*New-Normal Boom*), dựa theo một thuật ngữ được phổ cập bởi Bill Gross (quản lý quỹ PIMCO thời bấy giờ) vào năm 2009).

Nhưng thật sự những bong bóng này chẳng có gì mới, ít nhất là về bản chất. Đó là sự lặp lại của những hiện tượng xưa cũ, một câu chuyện của thời đại mới được đưa lên cao bởi những lời truyền miệng đầy mê hoặc, một cảm giác rất rõ rệt về cơn cuồng của đám đông về một loại hình đầu tư nào đó.

Sự phát triển của công nghệ thông tin còn giúp tăng tốc guồng máy này. Việc thay đổi đường lối đầu tư cũng là một yếu tố. Sự gia tăng ảnh

hưởng của các nhà đầu tư quốc tế và những tổ chức đầu tư vào những căn nhà một gia đình đã được ghi nhận trong những năm gần đây. Nhưng hiện tượng bong bóng vẫn hệt như thế. Trong tương lai, chắc chắn chúng ta còn chứng kiến những bong bóng còn to hơn, mỗi bong bóng lại được bao phủ bởi một câu chuyện mới mẻ mang tính thời cuộc, và chúng ta phải sáng chế ra những cái tên mới dành cho chúng.

Tôi đã không mong được nghe về bong bóng nhà đất khi thăm Colombia giữa năm 2013. Nhưng hết lần này đến lần khác, tôi lại được người dân kể về cuộc bùng nổ giá bất động sản rất phi thường này. Khi đưa tôi chạy dọc đường biển ở thị trấn nghỉ dưỡng Cartagena, tài xế limousine của tôi chỉ tay vào những ngôi nhà trông rất tầm thường và bảo rằng chúng vừa được bán với giá hàng triệu đô la Mỹ.

Banco de la República, ngân hàng trung ương Colombia, hiển thị chỉ số giá nhà của ba thành phố lớn trên website của ngân hàng: Bogotá, Medellín, và Cali. Số liệu thống kê cho thấy giá nhà thực tăng đến 69% (đã điều chỉnh lạm phát) từ năm 2004. Tốc độ tăng giá đó khiến tôi nhớ lại kinh nghiệm của Hoa Kỳ, với chỉ số giá nhà S&P/Case-Shiller Ten-City đã tăng 131% từ đáy năm 1997 đến khi đạt đỉnh năm 2006.

Chỉ số giá nhà Case-Shiller được phát triển vào những năm 1980 bởi ba nhà kinh tế: Allan Weiss, Karl Case và Robert Shiller. Bộ ba sau đó đã thành lập một công ty để bán nghiên cứu của họ; công ty đó đã được mua bởi Fiserv, Inc. – một công ty lập bảng dữ liệu. Dữ liệu sau đó được phân phối bởi Standard & Poor – chú thích của người dịch.

Nguồn: Investopedia

Khả năng chúng ta bị đe dọa bởi bong bóng ở Colombia và trên toàn thế giới bộc lộ sự thiếu hiểu biết thâm căn cố đế của con người với những

hiện tượng này. Thế thì bong bóng đầu cơ là gì? Từ điển Oxford định nghĩa bong bóng là "thứ gì đó mong manh, dễ vỡ, không ổn định, trống rỗng, hoặc chẳng có giá trị gì; một màn lừa gạt. Từ thế kỷ 17 trở đi thường được dùng để chỉ những mô hình kinh tế hay thương mại lường gạt." Vấn đề là những từ như *màn kịch* hay *mô hình* gợi cảm giác một cái gì đó mang tính sắp đặt, chứ không phải một hiện tượng thịnh hành ngoài xã hội mà ta không thể tìm được một người đứng sau thao túng tất cả.

Có thể từ bong bóng đã được sử dụng quá cẩu thả. Eugene Fama hẳn là nghĩ như vậy. Fama, người ủng hộ nhiệt thành nhất của "thuyết thị trường hiệu quả", từ chối thừa nhận sự tồn tại của bong bóng đầu cơ. Trong bài thuyết trình Nobel năm 2014, Fama khẳng định rằng từ bong bóng nhằm chỉ "một đợt tăng giá mạnh phi lý dẫn đến một đợt giảm giá mạnh dự đoán được." Nếu đây là ý nghĩa của bong bóng, và nếu dự đoán được có nghĩa rằng chúng ta có thể xác định được ngày bong bóng nổ, thì tôi đồng ý với ông ấy rằng chúng ta có rất ít bằng chứng vững chắc về sự tồn tại của bong bóng. Nhưng đó không phải là định nghĩa bong bóng của tôi, bởi lẽ thị trường đầu cơ không dễ dự đoán như vậy.

Trong ấn bản thứ hai của quyển sách này tôi cố đưa ra một định nghĩa bong bóng tốt hơn, mang tính khai sáng hơn. Định nghĩa này được trình bày ở Chương 1, miêu tả một tình huống nguồn tin về đợt tăng giá thổi bùng lên ham muốn của các nhà đầu tư, một loại dịch bệnh tâm lý. Đây có vẻ là ý nghĩa cốt lõi mà mọi người muốn diễn đạt khi sử dụng từ này.

Hàm chứa trong định nghĩa này là gợi ý về lý do vì sao rất khó để "đồng tiền khôn" (*smart money*) có thể kiếm lời khi đi ngược lại với chiều hướng của bong bóng: sự truyền lan tâm lý làm phát sinh một tư duy có thể hợp lý hóa sự tăng giá, thế nên tham gia vào bong bóng có thể gần như được gọi là duy lý. Nhưng thật sự là không duy lý.

Câu chuyện ở mỗi quốc gia mỗi khác nhau, phản ánh những tin tức mang tính quốc gia, dân tộc, mà có thể được xem như chẳng liên quan ở những quốc gia khác. Lấy ví dụ, câu chuyện hiện thời ở Colombia dường như là thế này: chính phủ của quốc gia này, giờ đây dưới sự điều hành tốt

đẹp của Tổng thống Juan Manuel Santos Calderón, đã kéo lạm phát và lãi suất xuống ngang mức các quốc gia đã phát triển trong khi vẫn dẹp tan được đe dọa của quân giải phóng (FARC), do đó bơm một luồng sinh khí vào nền kinh tế Colombia. Đây là câu chuyện đủ hay để thổi bong bóng nhà đất.

Câu chuyện về thời đại mới phải kích thích được kỳ vọng cao về lợi tức đầu tư chứ không nhất thiết tạo được sự tự tin cao độ. Kỳ vọng cao trong thời kỳ tăng trưởng của bong bóng có thể mang dáng dấp của một mong ước hơn là biểu hiện của một sự tự tin. Trong thời bong bóng, dường như có một xu hướng của tự mãn, trên khía cạnh của tâm lý xã hội, ngay cả khi ở khía cạnh cá nhân, người ta không khẳng định rằng hoàn toàn không có rủi ro.

Thật sự, nếu bạn thu hút được sự chú ý của mọi người về phía các rủi ro, người ta sẽ không tự tin như thế trong thời bong bóng tăng trưởng. Hình 5.4, biểu diễn niềm tin định giá của các nhà đầu tư thật sự ở mức thấp trong khi thị trường chứng khoán Mỹ đạt mức cao nhất từng có vào năm 2000. Mọi người rõ là nhận thức được rủi ro ở một chừng mực nào đó. Hơn thế nữa, trong một khảo sát người mua nhà mà Karl Case và tôi thực hiện nhiều năm qua, chúng tôi hỏi những người vừa mua nhà những câu hỏi rất thẳng thắn: "Mua nhà trong khu vực này hôm nay gắn với: 1. Rất nhiều rủi ro; 2. Rủi ro vừa phải; 3. Ít hoặc hầu như không có rủi ro." Câu trả lời có thể gây bối rối. Năm 2004, khi thị trường nhà ở mức tăng tốc cao nhất, chỉ 19% người được khảo sát trả lời "Ít hoặc hầu như không có rủi ro." Không hẳn là mọi người nghĩ rằng "giá nhà không bao giờ giảm" trong thời bong bóng, mặc dù họ thường bị buộc thừa nhận rằng họ có nghĩ như thế. Trong đợt khảo sát năm 2009, ở đáy của đợt khủng hoảng tồi tệ nhất kể từ thời Đại khủng hoảng thập niên 1930, tỉ lệ người chọn phương án này còn thấp hơn, ở mức 17,2%.

Trong thời bong bóng, dường như bối cảnh tâm lý là sự lơ là của đám đông đối với suy nghĩ rằng giá có thể giảm sút, hơn là niềm tin vững chắc rằng giá không thể nào giảm sút. Câu chuyện thời đại mới không gắn liền

với một niềm tin không suy chuyển, đó chỉ là những ý tưởng nổi cộm trong tâm trí mọi người được dùng để bào chữa cho những hành động của người khác và của chính họ.

Bởi lẽ bong bóng cơ bản là hiện tượng tâm lý học xã hội rất tinh vi, vốn rất khó kiểm soát. Những nỗ lực của pháp luật từ thời bong bóng tài chính có thể triệt tiêu sự hình thành bong bóng trong tương lai, nhưng còn quá sớm để khẳng định những động thái đó có đủ để thực hiện sứ mệnh của nó hay không.

Thị trường thanh khoản đại chúng của giá nhà không tồn tại, điều này cho phép những người nghĩ rằng bong bóng giá nhà sẽ xảy ra thực hiện bán khống để thu lợi từ bong bóng. Điều này, nếu có khả năng xảy ra, sẽ có hiệu quả cộng gộp những hoài nghi của họ vào giá thị trường. Như chúng ta sẽ bàn luận trong Chương 11, nếu thị trường khó bán khống, thế thì một luận cứ căn bản của thuyết thị trường hiệu quả không được thành lập. Cái gọi là "đồng tiền khôn" có thể đồng loạt không đầu tư vào nhà nữa, nhưng sau đó lại không có khả năng thực hiện những hành động nhằm ngăn những người khác tiếp tục kéo giá nhà lên cao hơn. Bất kỳ một nhóm nhiều nhà đầu tư nào, từ bất cứ vùng miền nào trên thế giới, cũng có thể đẩy giá nhà lên đến mức điên rồ nếu họ có ý định làm vậy, hoặc bất kỳ tổ chức đầu tư lớn nào muốn chơi theo lối tương tự cũng có thể làm như vậy. Không có một triết thuyết nổi tiếng nào để nói rằng, khi thiếu vắng đi khả năng bán khống, họ không thể làm điều đó. Rất nhiều người đã cố gắng bán khống các căn nhà một hộ gia đình, và thành công ở mức độ nào đó.

Nhiều năm trước, vài tổ chức đầu tư công nghệ cao, như Blackstone Group, đã bắt đầu đầu tư vào các căn nhà một hộ gia đình, và sự hiện diện của các tay chơi này có thể đổi động lực của bong bóng giá nhà, giảm xung lượng qua từng tháng của những thị trường này. Nhưng xung lượng ngắn hạn về giá nhà, cũng như xung lượng *(momentum)* dài hạn của bong bóng bất động sản, vẫn hiện hữu bên cạnh chúng ta.

Từ *bong bóng* tạo một hình ảnh trong tâm trí ta về bong bóng xà phòng không ngừng phồng ra, mà kết quả tất yếu là sẽ nổ bất chợt. Nhưng bong bóng đầu cơ không kết thúc dễ dàng như vậy. Thật vậy, chúng có thể xì xuống đôi chút khi câu chuyện thay đổi, rồi lại được bơm lên tiếp.

Dường như sẽ chính xác hơn nếu ta xem những đợt thay đổi như thế là các đợt dịch đầu cơ. Chúng ta biết rằng, một đợt dịch bệnh mới có thể xuất hiện đột ngột khi đợt dịch cũ tưởng đã được dẹp yên, khi một chủng virus mới xuất hiện, hoặc một số yếu tố môi trường làm tăng tỉ lệ lây lan. Tương tự, một bong bóng đầu cơ mới có thể xuất hiện bất cứ nơi nào nếu một câu chuyện về nền kinh tế xuất hiện và nó có đủ sức lan tỏa để nhóm lên một ý tưởng có tính lây lan trong cộng đồng nhà đầu tư.

Đây là điều đã xảy ra trong thị trường bò vào những năm 1920 ở Hoa Kỳ, đạt đỉnh vào năm 1929. Chúng ta đã bóp méo giai đoạn lịch sử ấy khi nghĩ rằng bong bóng là một thời kỳ giá tăng đột biến, tiếp theo đó là một điểm gãy và một đợt sụt giảm trầm trọng. Thật ra, sau "ngày thứ ba đen tối" tính đến năm 1930, đã có một đợt tăng giá cổ phiếu, đưa giá thị trường lên được một nửa mức sụt giảm từ đỉnh năm 1929. Sau đó là lần sụt giảm thứ hai, tiếp theo là một đợt tăng từ 1932 đến 1937, rồi lại đến đợt sụt giảm thứ ba.

Từ bản in lần hai của quyển sách này, đã có nhiều thảo luận về tỉ lệ PE (price/earning hay giá thị trường/lợi tức) mà giáo sư kinh tế John Campbell tại đại học Harvard cùng tôi phát triển nên. Tỉ lệ này cũng được quyển sách này nhắc đến rất nhiều kể từ sau bản in lần một: mức giá thực (*là mức giá tương đối so với một năm gốc sau khi loại đã bỏ sự thay đổi giá do lạm phát trong giá cả hiện hành – chú thích của người dịch*) chia cho trung bình lợi nhuận thực trong 10 năm. Báo chí dường như đã du nhập cái tên mà tôi đôi lần đặt cho nó, CAPE (viết tắt của Cyclically Adjusted Price-Earning ratio) hay tỉ số PE đã được điều chỉnh theo yếu tố chu kỳ của nền kinh tế, nên hiện tại tôi cũng thường gọi tỉ số đó bằng cái tên này. Tỉ lệ này xuất hiện trong đồ thị thứ ba của chương đầu tiên của

quyển sách này ở bất kỳ phiên bản in nào, dù thuật ngữ "CAPE" không xuất hiện trong bản in đầu tiên. Tỉ lệ này được xem như bản điều chỉnh của tỉ lệ PE thường vốn dựa trên lợi tức một năm của doanh nghiệp. CAPE giúp cân chỉnh những cú thay đổi đột ngột tác động lên tỉ lệ PE, có thể xảy ra sau khi doanh nghiệp suy thoái, lợi tức giảm, bằng cách lấy trung bình thu nhập trong một khoảng thời gian dài.

Khi quyển sách này đang được biên soạn, CAPE của Hoa Kỳ là 26, cao hơn bao giờ hết trừ những năm 1929, 2000, và 2007, vốn là những mức đỉnh của thị trường. Nhưng điều chính yếu quyển sách này muốn nói đến không phải là tình hình thị trường tài sản hiện tại mà là về việc cảm nhận được thực tế bản chất và động lực của các thị trường này.

Phiên bản hiện tại của quyển sách này một phần được truyền cảm hứng từ nghiên cứu tôi thực hiện chung với George Akerlof năm 2009, quyển *Animal Spirits* (đã xuất bản tại Việt Nam với tựa sách *Tinh thần động vật*), một quyển sách có tựa gợi nên chính xác vài chủ đề sẽ trùng lắp với quyển *Lạc Quan Tếu* này. Thuật ngữ Latinh cổ "tinh thần động vật" (*spiritus animalis*) nhằm chỉ sự trồi sụt của động cơ cơ bản trong hành động của con người; thuật ngữ này được hồi sinh bởi nhà kinh tế học John Maynard Keynes, người nhìn kinh tế như một sự bất ổn tâm lý có liên quan đến bản chất. Sự trồi sụt trong lạc quan tếu lẫn tinh thần động vật đều là một phần quen thuộc trong cuộc sống của chúng ta. Chúng ta vẫn phải nhờ cậy toàn bộ lực lượng khoa học xã hội để cố tìm hiểu chúng.

Ý chính của quyển sách này

Chúng tôi đã trích lại phần Lời tựa của phiên bản 2005 và 2000 của quyển sách này, để độc giả có thể cảm nhận được sự tiến hóa của quyển sách qua các thời kỳ kinh tế thịnh và suy.

Lời tựa của phiên bản 2005 được đưa ra ngay trước đỉnh của Bong bóng Xã hội Sở hữu. Lời tựa của bản phiên 2000, tức bản đầu tiên, được đưa ra trước khi thị trường đạt đỉnh Bong bóng Thiên niên kỷ.

Quyển sách bắt đầu với ba chương dẫn nhập đặt trong bối cảnh lịch sử thịnh suy của ba thị trường đầu tư chính: thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu, và thị trường bất động sản. Chương 2 là chương mới của phiên bản ba này, được thêm vào để đáp ứng mối quan ngại ngày càng lan rộng về khả năng xảy ra bong bóng trái phiếu. Ba chương đầu cho phép chúng ta nhìn thấy sự tăng giảm đáng kể của những thị trường này, và có được cái nhìn tổng quan về xu hướng thị trường.

Phần Một bàn luận các yếu tố cấu trúc dẫn dắt bong bóng thị trường. Phần này bắt đầu, ở Chương 4, với một thảo luận về các yếu tố xúc tác khiến thị trường trở nên dao động: những sự kiện nằm ngoài thị trường như chính trị, công nghệ, và nhân khẩu học. Chương này sẽ liệt kê các yếu tố xúc tác lớn, giữ vai trò quyết định có tác động mạnh lên tâm lý nhà đầu tư, đứng đằng sau ba lần thị trường bùng nổ: Bùng nổ Thiên niên kỷ, 1982-2000; Bùng nổ Xã hội Sở hữu, 2003-2007; và Bùng nổ Bình thường Mới, 2009 cho tới nay. Đến ngày nay, việc nhìn lại các yếu tố xúc tác qua các thời kỳ bùng nổ giúp chúng ta trân trọng mọi yếu tố có thể dẫn đến những đợt bùng nổ trong tương lai là điều rất quan trọng.

Phần Hai cân nhắc các yếu tố văn hóa vốn củng cố thêm cấu trúc của một bong bóng đầu cơ. Các phương tiện truyền thông được bàn luận ở Chương 6 là các yếu tố then chốt vì chúng khuếch đại những câu chuyện có khả năng ảnh hưởng đến nhà đầu tư, thường bất chấp tính hiệu lực của chúng. Chương 7 phân tích thuyết “kỷ nguyên mới” có xu hướng tự nhiên nổi lên bất chợt. Trong phiên bản này, các phân tích áp dụng cho cả thị trường chứng khoán lẫn thị trường bất động sản. Sự phổ biến của những lý thuyết này được thấy rõ là chúng bắt nguồn từ hoạt động trên những thị trường đó, không phải từ những phân tích xa rời bản chất thật của những câu chuyện ấy. Chương 8 quan sát những đợt bùng nổ thị trường lớn quanh thế giới trong nửa thế kỷ qua và miêu tả loại lý thuyết thời đại mới sẽ nổi lên có liên quan nhiều đến các câu chuyện quá khứ đó.

Phần Ba cân nhắc yếu tố tâm lý đằng sau các hành vi thị trường. Chương 9 tranh cãi rằng, với giá trị thực của thị trường được định nghĩa

rất kém chính xác bởi các thuyết kinh tế và tài chính, và quá khó để tính toán, theo đó công chúng phần lớn dựa vào các mỏ neo tâm lý về giá trị thị trường. Chương 10 miêu tả kết quả quan trọng của tâm lý xã hội và xã hội học giúp chúng ta hiểu vì sao rất nhiều người khác nhau lại cùng thay đổi ý định vào cùng thời điểm.

Phần Bốn đào sâu những nỗ lực về mặt học thuật và những người phát ngôn có ảnh hưởng đến công chúng nhằm lý giải các bong bóng thị trường. Chương 11 cân nhắc thuyết thị trường hiệu quả. Chương 12 bàn luận học thuyết, thường cao siêu trong thời bong bóng, rằng công chúng vừa biết được những thông tin quan trọng – mặc dù các "thông tin" hoặc đáng ngờ, hoặc đã được nhiều người biết rồi.

Phần Năm, Chương 13, cân nhắc hậu quả của bong bóng đầu cơ đến nhà đầu tư cá nhân, nhà đầu tư tổ chức, và chính phủ. Nhiều phương kế cho các thay đổi chính xác mang tính cấp thiết đã được đưa ra vào thời điểm cả thị trường chứng khoán lẫn bất động sản đang rất dễ tổn thương, cũng như các gợi ý về những cách thức các nhà đầu tư nhỏ lẻ có thể bớt phơi mình ra trước hậu quả của đợt bong bóng đổ bể.

Phiên bản này cũng bổ sung thêm, dưới dạng phụ lục, phiên bản chỉnh sửa bài luận văn đoạt giải Nobel mà tôi đã trình bày khi được trao giải thưởng danh giá này tại Sotckholm vào tháng Mười hai năm 2013. Bài luận đoạt giải đặt nhiều tranh cãi trong quyển sách này trong một bối cảnh rộng lớn hơn, với những viện dẫn cho đến các bàn luận học thuật về nhiều kết luận cơ bản được trình bày trong quyển sách này.

Tôi đã tạo trang web irrationalexuberance.com để trình bày các thông tin liên quan đến các chủ đề của quyển sách này và sẽ cập nhật thường xuyên các thông tin và đồ thị được trình bày trong quyển sách này. •

LỜI TỰA
CHO PHIÊN BẢN HAI

Trong phần lời tựa cho phiên bản đầu tiên của cuốn sách, nó cũng được nhắc lại sau lời tựa cho phiên bản hai này, tôi đã mô tả cuốn sách như một nghiên cứu về sự bùng nổ của thị trường chứng khoán thiên niên kỷ, đợt bùng nổ đã ảnh hưởng đến phần lớn thế giới trong những năm trước năm 2000. Nhiều độc giả đã nói với tôi rằng họ nghĩ cuốn sách này đề cập đến một chủ đề rộng lớn hơn nhiều. Họ đã đúng: cuốn sách này thực sự nói về hành vi của tất cả các thị trường đầu cơ, tính dễ bị tổn thương của con người và sự bất ổn của hệ thống tư bản.

Khi tôi đang viết phiên bản đầu tiên, chủ yếu vào năm 1999, sự bùng nổ của thị trường chứng khoán dường như bất khả chiến bại. Chỉ số S&P 500 đã tăng 34% vào năm 1995, 20% vào năm 1996, 31% vào năm 1997, 26% vào năm 1998 và 20% vào năm 1999. Các chuỗi tăng giá thị trường chứng khoán tương tự đã xảy ra ở nhiều quốc gia khác. Vì vậy, nhiều năm liên tiếp tăng mạnh không thể là kết quả của sự ngẫu nhiên, hoặc chí ít đó là điều những người thời đó những tưởng - và các chuyên gia khuyến khích quan điểm này. Sự bùng nổ của thị trường chứng khoán được nhìn nhận rộng rãi như là điềm báo cho một kỷ nguyên kinh tế mới. Nhưng cuốn sách của tôi đã có một cái nhìn rất khác và u tối hơn nhiều về sự bùng nổ của thị trường chứng khoán này.

Khi cuốn sách xuất hiện trên các kệ hàng vào tháng 3 năm 2000, tôi đã nghỉ phép ở Yale và bắt đầu một tour du lịch trải dài trên mười quốc gia. Rõ ràng, tại thời điểm đó trong lịch sử, không ai biết rằng tháng 3 năm 2000 là đại diện cho đỉnh cao của thị trường. Nói chuyện với rất

nhiều người về các lỗi mà tôi nghĩ rằng họ đang mắc phải đã đưa tôi đến những ý tưởng để củng cố các lập luận được trình bày trong phiên bản mới này.

Một vài ký ức vẫn còn đánh động đến tôi đến tận hôm nay, sau nhiều năm, về loại lỗi con người mà tôi gặp phải trong chuyến du lịch của mình. Tôi nhớ đã xuất hiện trên một chương trình trò chuyện trên đài phát thanh và nghe một người phụ nữ nói với tôi rằng cô ấy biết rằng tôi đã sai: thị trường chứng khoán có xu hướng tăng rõ rệt; nó buộc phải đi lên. Sự run rẩy trong giọng nói của cô ấy khiến tôi tự hỏi điều gì đã điều khiển cảm xúc của cô ấy.

Tôi cũng nhớ lại hình ảnh một người đàn ông đến tham dự hai cuộc tọa đàm về cuốn sách của tôi, cả hai lần đều ngồi ở phía sau và trông kích động. Tại sao anh ta quay lại lần thứ hai, và điều gì làm anh ta bực mình đến như vậy?

Tôi nhớ một lần trình bày quan điểm thị trường giảm giá của mình cho một nhóm các nhà đầu tư tổ chức, và sau đó lắng nghe khi một nhà quản lý danh mục đầu tư tổ chức lớn nói với tôi rằng anh ta đồng ý với tôi, nhưng vẫn sẽ bỏ qua mọi thứ tôi vừa nói khi anh ta quản lý danh mục đầu tư của mình. Anh ấy tin rằng những quan điểm tôi trình bày không đủ thuyết phục khách hàng và đồng nghiệp của mình thay đổi phân bổ trong danh mục đầu tư của họ. Họ cho rằng những gì tôi nói có vẻ là ý kiến cá nhân mà thôi, trong khi anh chàng lại đồng ý với những quan điểm này.

Nhưng hầu hết những gì tôi nhớ là mọi người vui vẻ và thích thú lắng nghe cuộc nói chuyện của tôi rồi sau đó nói với tôi rằng họ không thể tin mỗi lời nói của tôi được. Vài kết luận tập thể đã được đưa ra về thị trường chứng khoán và nó có một sức mạnh mãnh liệt chiếm giữ tâm trí của mọi người.

Sau năm 2000, bùng nổ thị trường chứng khoán đột ngột chấm dứt; thị trường chứng khoán Mỹ và thị trường ở các quốc gia có giá cổ phiếu tăng vọt, đã giảm đáng kể từ mức đỉnh của họ vào năm 2000. Vào thời

điểm S&P 500 chạm đáy vào tháng 3 năm 2003, nó đã giảm một nửa so với giá thực (đã điều chỉnh lạm phát). Kết quả này dẫn đến một sự thay đổi trong tâm lý nhà đầu tư.

Tôi nhớ đã ăn sáng với một người phụ nữ và chồng cô vào cuối năm 2000, khi thị trường giảm đáng kể so với mức đỉnh, trong đó cổ phiếu công nghệ giảm hơn 50%. Cô ấy nói rằng mình đã đầu tư cho gia đình, và trong những năm 1990, cô ấy là một thiên tài. Người chồng đồng ý. Giờ đây, cô tâm sự, sự tự tin của mình đã sụp đổ. Nhận thức của cô về thị trường chỉ là một ảo ảnh, một giấc mơ, cô nói. Chồng cô không phủ nhận.

Nhưng mặc cho phản ứng tâm lý đối với sự sụt giảm của thị trường chứng khoán đối với một số người, có vẻ như sự nhiệt tình tập thể đối với chứng khoán lâu bền hơn người ta tưởng; dường như, xét trên phạm vi rộng, sự nhiệt tình vẫn chưa kết thúc. Thị trường chứng khoán đã không trải qua đợt sụt giảm lớn như dự đoán bởi định giá quá cao của thị trường vào năm 2000 và sự điều chỉnh tâm lý dữ dội này đã không được trải nghiệm bởi hầu hết mọi người.

Thị trường chứng khoán đã không đi xuống mức lịch sử: tỉ lệ P/E của thị trường chứng khoán như tôi định nghĩa trong cuốn sách này, vẫn cao hơn nhiều so với mức trung bình lịch sử thời điểm này (vào giữa những năm 2000). Hơn nữa, thị trường nhà ở đã tạo ra một tình huống trong đó giá nhà trung bình đôi khi gấp mười lần hoặc cao hơn thu nhập bình quân trên đầu người của người mua nhà trong một năm. Lạc Quan Tếu thực sự vẫn còn ở với chúng ta.

Theo nghĩa rộng, cuốn sách này, từ phiên bản đầu tiên vào năm 2000, đã cố gắng tìm hiểu sự thay đổi trong suy nghĩ của những người mà hành động của họ rốt cuộc đã thúc đẩy thị trường. Đó là về tâm lý đầu cơ, về cơ chế phản hồi có tác động đẩy mạnh tâm lý này, về hành vi bầy đàn có thể lây lan hàng triệu hoặc thậm chí hàng tỷ người, và về những tác động của hành vi đó đối với nền kinh tế và đối với cuộc sống của chúng ta. Mặc dù ban đầu cuốn sách này tập trung trực tiếp vào các sự kiện kinh tế hiện thời, nhưng nó cũng nói về cách các lỗi đánh giá của con người có thể lây

nhiễm đến cả những người thông minh nhất, bởi sự tự tin thái quá, thiếu chú ý đến chi tiết và tin tưởng quá mức vào phán đoán của người khác, xuất phát từ một sự thiếu hiểu biết rằng những người khác không đưa ra phán xét độc lập nhưng bản thân họ vẫn đi theo những người khác, như thể người mù dẫn đường cho người mù.

Ý kiến được cho là đã giác ngộ rằng mọi người có xu hướng dựa vào các phán đoán kinh tế thường giống như "người đàn ông sương khói" trong tiểu thuyết siêu thực năm 1911 của Aldo Palazzeschi. Nhân vật chính chỉ được làm nên từ khói; anh ta hầu như không có gì cả, nhưng anh ta là nhân vật công chúng và quyền lực được dựng lên trong trí tưởng tượng tập thể, cho đến khi công chúng thay đổi ý định, quyết định anh ta không phải là sự thật, từ lúc ấy anh ta biến mất hoàn toàn. Các sự kiện như được thể hiện trong tiểu thuyết Palazzeschi, là một thực tế: Hệ thống niềm tin không có căn cứ, làn khói hư ảo, tạo ra những cơn cuồng phi lý trong thời gian đáng kể, và cuối cùng chúng đã thúc đẩy nền kinh tế thế giới.

Tôi đã hiệu đính cuốn sách trong phiên bản thứ hai này để cố gắng mở rộng lập luận rằng các biến gây ra bởi thay đổi thái độ, niềm tin phi lý và những tâm điểm chú ý là một yếu tố quan trọng trong cuộc sống kinh tế thay đổi của chúng ta và để khảo sát hệ quả đối với nền kinh tế và tương lai của chúng ta. Tôi đã lấy lại các ví dụ về các biến này theo các sự kiện gần đây hơn. Đáng chú ý là tôi đã thêm một chương về sự bùng nổ giá nhà khổng lồ mà nhiều quốc gia đã trải qua kể từ cuối những năm 1990, và tôi đã mở rộng cuộc thảo luận trong suốt cuốn sách để xem xét đầu cơ trong thị trường bất động sản. Ngoài ra, phiên bản này mở rộng và cải thiện các lập luận cơ bản theo một số hướng. Tôi đã suy nghĩ về các vấn đề trong cuốn sách này thêm năm năm kể từ lần xuất bản đầu tiên, và nghiên cứu về kinh tế học hành vi, đây là mảng mà tôi chú tâm theo đuổi cũng đã đạt được tiến bộ đáng kể trong khoảng thời gian đó.

Các vấn đề được xử lý trong cuốn sách này là nghiêm túc, và vẫn còn liên quan đến ngày hôm nay. Mọi người trên thế giới vẫn còn quá tự tin

rằng thị trường chứng khoán, và ở nhiều nơi là thị trường nhà đất, sẽ vận hành rất tốt, và sự tự tin thái quá này có thể dẫn đến bất ổn. Sự gia tăng đáng kể hơn nữa trong các thị trường này cuối cùng có thể dẫn đến sự sụt giảm đáng kể hơn nữa. Kết cục xấu có thể xảy ra là sự sụt giảm dẫn đến tỉ lệ phá sản cá nhân gia tăng đáng kể, điều này có thể tiến tới chuỗi các vụ phá sản thứ cấp của các tổ chức tài chính. Một hậu quả lâu dài khác có thể là sự suy giảm niềm tin của người tiêu dùng và doanh nghiệp, và một đợt suy thoái khác, có thể là trên toàn thế giới. Kết cục khắc nghiệt này, quả thật giống như tình hình ở Nhật Bản kể từ năm 1990, tuy không phải là không thể tránh khỏi, nhưng nó có nguy cơ nghiêm trọng hơn nhiều so với điều mọi người vẫn nghĩ.

Trước e ngại nâng cao nhận thức về những khả năng này sẽ gây hoang mang, người ta cần lưu ý rằng chúng ta đang sống với một số hậu quả khó chịu của sự tự tin thái quá trong quá khứ. Thị trường chứng khoán của nhiều quốc gia đã giảm một nửa so với mức đỉnh năm 2000 vào năm 2002 và chỉ hồi phục một ít. Đầu tư quá mức của các tập đoàn, được khuyến khích bởi thị trường chứng khoán đang bùng nổ, dẫn đến sự sụp đổ của chi tiêu đầu tư trong những năm đầu của thế kỷ 21, và suy thoái kinh tế trên toàn thế giới.

Những năm bùng nổ của thập niên 1990 đã tạo ra bầu không khí kinh doanh giống như một cơn sốt vàng, và khiến nhiều người bóp méo quyết định kinh doanh của họ, hệ quả từ đó đè nặng lên chúng ta trong nhiều năm tới. Một phần của sự thay đổi trong bầu không khí kinh doanh này là sự suy giảm các tiêu chuẩn đạo đức, sự suy giảm niềm tin vào chính trực, trung thực, kiên nhẫn và uy tín trong kinh doanh. Một loạt các vụ bê bối ảnh hưởng đến hội đồng quản trị của doanh nghiệp, công ty kế toán và quỹ tương hỗ nổi lên sau khi thị trường giảm.

Những năm xa hoa này cuối cùng đã dẫn đến các vấn đề ngân sách nghiêm trọng cho các chính phủ, cả ở tầm quốc gia và địa phương. Trong thập niên 1990 - với thị trường chứng khoán đi lên, các nhà đầu tư gặt hái lãi vốn, và nền kinh tế bùng nổ - doanh thu thuế tăng, và nhiều chính

phủ cảm thấy khó kiềm chế việc tăng chi tiêu. Sau khi thị trường chứng khoán sụt giảm, doanh thu thuế giảm, khiến nhiều chính phủ rơi vào khủng hoảng thâm hụt trầm trọng. Đến năm 2002, thâm hụt trung bình của chính phủ thuộc thành viên Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) là 3% tổng sản phẩm quốc nội. Chính sự thâm hụt của chính phủ đã dẫn đến rào cản trong nỗ lực kiềm chế chi tiêu, với những hậu quả không đồng đều cho các khu vực bầu cử khác nhau.

Một hậu quả nữa của sự bùng nổ thị trường chứng khoán mạnh mẽ vào cuối những năm 1990 là bùng nổ giá nhà, bắt đầu vào khoảng năm 1997 hoặc 1998 và sau đó tăng mạnh sau năm 2000 ở nhiều quốc gia trên thế giới. Sự bùng nổ giá nhà dường như đã bắt đầu vào khoảng năm 1997 khi bùng nổ của thị trường chứng khoán đem lại ra sự sinh sôi của các lý thuyết "kỷ nguyên mới" về nền kinh tế, và nó vẫn đang diễn ra rất mạnh mẽ ở nhiều thành phố mặc cho điều chỉnh của thị trường chứng khoán. Chúng tôi vẫn chưa thấy hậu quả đầy đủ của những thay đổi giá này.

Sự bất ổn đầu cơ dường như ngày càng trở nên quan trọng đối với nền kinh tế thế giới. Chúng ta đang tập trung hơn vào các thị trường không thể đoán trước. Điều đó không có nghĩa là các thị trường chứng khoán hiện tại đang trở nên biến động mạnh mẽ hơn. Không có xu hướng dài hạn rõ ràng đối với sự biến động của thị trường chứng khoán lớn hơn. Thay vào đó, số lượng người tham gia vào các thị trường này ngày càng tăng, và phạm vi của các thị trường đầu cơ, loại rủi ro được giao dịch, đang mở rộng. Ngày càng có nhiều thị trường điện tử được tạo ra mỗi năm, cho phép giao dịch với rủi ro rộng lớn hơn và ngày càng nhiều người, ở cả các nước tiên tiến và mới nổi, đang bị lôi kéo tham gia vào các thị trường này.

Mọi người sẽ ngày càng lo sợ rằng sinh kế của họ thực sự phụ thuộc vào tài sản của họ, trong khi tài sản rất bất ổn vì những thay đổi của thị trường. Vì vậy, trong thời gian dài hơn, mọi người sẽ ngày càng chú ý đến các biến động của thị trường. Có một nhận thức ngày càng tăng rằng giá của tài sản rất quan trọng đối với cuộc sống của chúng ta. Mọi người ngày

càng tin rằng họ phải bảo vệ tài sản riêng của mình và lo ngại rằng họ có thể phụ thuộc vào các tổ chức xã hội để cứu cánh họ nếu mọi thứ trở nên tồi tệ. Họ coi chủ nghĩa tư bản tàn nhẫn là làn sóng của tương lai.

"Xã hội Sở hữu" là cái tên cho hệ thống kinh tế này và tổng thống George W. Bush cùng những người khác thích sử dụng thuật ngữ này. Mọi người phải sở hữu tương lai của chính họ và lập kế hoạch cho tương lai của họ với tư cách là chủ sở hữu tài sản theo nhiều nghĩa của từ này. Thực sự có nhiều điều để nói về xã hội sở hữu ở khía cạnh khả năng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Nhưng bản chất của xã hội này cũng mời gọi sự đầu cơ, và xuyên qua tính thất thường trong tâm lý con người, nó tạo ra một loạt rủi ro mà bằng cách nào đó chúng ta phải cố gắng quản lý.

Tôi không biết tương lai diễn ra như thế nào và tôi không thể dự đoán chính xác những thăng trầm của thị trường. Nhưng tôi biết rằng, mặc dù có sự sụt giảm niềm tin đáng kể từ năm 2000, mọi người vẫn đặt sự tự tin quá mức vào thị trường biến động và mang niềm tin rất đỗi mạnh mẽ rằng việc chú ý đến sự hồi chuyển trong khoản đầu tư của họ một ngày nào đó sẽ giúp họ trở nên giàu có, và vì vậy họ không phải dự phòng thận trọng cho kết cục xấu có thể xảy đến. •

LỜI TỰA
CHO PHIÊN BẢN
ĐẦU TIÊN

Cuốn sách này là một nghiên cứu phổ quát, dựa trên hàng loạt các nghiên cứu và bằng chứng lịch sử được công bố, về sự bùng nổ lớn của thị trường chứng khoán gần đây. Mặc dù lấy tình hình hiện tại làm điểm khởi đầu, cuốn sách này đặt tình hình đó trong bối cảnh thị trường chứng khoán bùng nổ nói chung, và cũng đưa ra những gợi ý cụ thể về những thay đổi chính sách nên được thực hiện trước sự bùng nổ này và những bùng nổ khác.

Nhu cầu về một cuốn sách như vậy là đặc biệt cấp bách hiện nay, trong bối cảnh bất đồng lan rộng và khá cơ bản về thị trường chứng khoán. Khi mọi người không đồng ý ở mức cơ bản như vậy, thường là do họ chỉ sở hữu những mảnh ghép của bức tranh tổng thể. Tuy nhiên, sự đồng thuận có ý nghĩa chỉ có thể đạt được bằng cách đưa ra và xem xét tất cả các dữ kiện có sẵn. Do đó, trong cuốn sách này tôi đã cố gắng để trình bày một phạm vi thông tin rộng hơn nhiều so với phạm vi thường được xem xét trong các bài viết trên thị trường. Bên cạnh đó, tôi đã cố gắng tổng hợp thông tin này thành một bức tranh chi tiết về thị trường ngày nay.

Tại sao thị trường chứng khoán Hoa Kỳ đạt đến mức cao như vậy vào đầu thiên niên kỷ? Điều gì đã thay đổi mà khiến thị trường trở nên được định giá cao như vậy? Những thay đổi này có ý nghĩa gì đối với triển vọng thị trường trong những thập kỷ mở đầu của thiên niên kỷ mới? Liệu các yếu tố cơ bản mạnh mẽ đang hoạt động hiệu quả để giữ cho thị trường cao như bây giờ hoặc đẩy nó lên cao hơn, ngay cả khi có một sự điều

chỉnh đi xuống? Hay thị trường chỉ được định giá cao vì một số hưng phấn phi lý hay lạc quan tếu dựa trên mơ tưởng của các nhà đầu tư khiến chúng ta mù quáng trước sự thật?

Các câu trả lời cho những câu hỏi này rất quan trọng đối với lợi ích cá nhân và cộng đồng. Cách thức chúng ta định giá thị trường chứng khoán bây giờ và trong tương lai ảnh hưởng đến các quyết định chính sách kinh tế và xã hội lớn, tác động không chỉ đến các nhà đầu tư mà còn cả xã hội, thậm chí là cả thế giới. Nếu chúng ta phóng đại giá trị hiện tại và tương lai của thị trường chứng khoán; xã hội chúng ta có thể đầu tư quá nhiều vào các công ty khởi nghiệp, mở rộng kinh doanh; mà ít đầu tư vào cơ sở hạ tầng, giáo dục và các hình thức vốn nhân lực khác. Nếu chúng ta nghĩ rằng thị trường có giá trị hơn thực tế, chúng ta có thể tự mãn trong việc cấp vốn cho các kế hoạch lương hưu của mình, duy trì tỉ lệ tiết kiệm của chúng ta, lập hệ thống An sinh Xã hội cải tiến và cung cấp các hình thức bảo hiểm xã hội khác. Chúng ta cũng có thể mất cơ hội sử dụng công nghệ tài chính mở rộng của mình để đưa ra các giải pháp mới cho những rủi ro thực sự - tác động lên nhà ở, thành phố và sinh kế mà chúng ta phải đối mặt.

Để trả lời những câu hỏi về thị trường chứng khoán ngày hôm nay, tôi thu thập thông tin liên quan từ các cuộc khảo sát đa dạng và, trong số đó đến từ những lĩnh vực khác biệt. Những hiểu biết sâu sắc từ các lĩnh vực này thường không được các nhà phân tích thị trường chú ý, nhưng những hiểu biết ấy đã tỏ ra quan trọng trong việc xác định các giai đoạn thị trường tương tự trong suốt lịch sử, cũng như ở các thị trường khác trên thế giới. Những lĩnh vực này bao gồm kinh tế, tâm lý học, nhân khẩu học, xã hội học và lịch sử. Bên cạnh các phương thức phân tích tài chính thông thường hơn, chúng mang đến những hiểu biết sâu sắc để giải quyết các vấn đề đang được bàn luận. Phần lớn các bằng chứng được rút ra từ lĩnh vực tài chính hành vi mới nổi, mà sau nhiều năm trôi qua, trông ngày càng ít tương đồng so với nhánh phụ của tài chính mà ngày càng giống một trụ cột chính của lý thuyết tài chính thực thụ.

Tôi trích dẫn và sắp xếp những hiểu biết quan trọng nhất được đưa ra bởi các nhà nghiên cứu trong các lĩnh vực này. Nhìn chung, họ cho rằng thị trường chứng khoán hiện tại biểu hiện các đặc tính kinh điển của bong bóng đầu cơ: tình trạng giá cao tạm thời được duy trì chủ yếu bởi sự nhiệt tình của nhà đầu tư thay vì ước tính giá trị thực phù hợp. Trong những điều kiện này, mặc dù thị trường có thể duy trì hoặc thậm chí tăng mức giá của nó lên đáng kể, triển vọng của thị trường chứng khoán trong mười hoặc hai mươi năm tới có thể sẽ khá kém và thậm chí có thể nguy hiểm.

Tôi không có ý định trình bày một quan niệm hoàn toàn mới về hành vi thị trường tài chính. Cuốn sách này không phải là nghiên cứu về lý thuyết kinh tế hay kinh tế lượng, mặc dù nó bao hàm cả hai. Thay vào đó, quyển sách này là nỗ lực nhằm mô tả bản chất phức tạp của các thị trường thực sự của chúng ta ngày nay, xem xét liệu chúng có phù hợp hay không phù hợp với kỳ vọng và mô hình của chúng ta hay không. Bằng cách tập hợp các bằng chứng có liên quan nhất, về kinh tế và các khía cạnh khác, đối với tình trạng của thị trường, tôi hy vọng sẽ sửa chữa những gì tôi cho là con đường chính sách nguy hiểm hiện đang được các nhà lập pháp và lãnh đạo kinh tế đi theo. Tôi cũng hy vọng sẽ thách thức các nhà tư tưởng tài chính cải thiện lý thuyết của họ bằng cách kiểm định chúng trước các bằng chứng ấn tượng cho thấy mức giá không chỉ đơn thuần là tổng của thông tin kinh tế có sẵn, như tư tưởng chung hiện nay.

Trong thế hệ trước, nhánh lý thuyết tài chính xuất phát từ giả định rằng tất cả mọi người đều hoàn toàn duy lý và suy nghĩ có tính toán đã trở thành công cụ phân tích có ảnh hưởng nhất, cho thấy sự tinh thông thị trường của chúng ta. Những nhà lý thuyết tài chính coi giá thị trường là một bộ xử lý thông tin tài chính hiệu quả đã có tác động sâu sắc đến việc quản lý hệ thống của tài sản thế giới, từ nhà môi giới chứng khoán cho đến Cục Dự trữ Liên bang. Nhưng hầu hết các học giả về tài chính và kinh tế tránh né các tuyên bố công khai về mức độ của thị trường chứng khoán (mặc dù họ thường dễ bộc bạch ý kiến của mình trong bữa trưa và khi đã ngà ngà say) vì họ không muốn bị bắt gặp nói những điều trước

công chúng mà họ không thể chứng minh. Căn cứ vào lớp vỏ khoa học, các nhà kinh tế tài chính này có xu hướng dựa vào mô hình đơn giản và rõ ràng về hiệu quả thị trường để biện minh cho vị thế chuyên nghiệp của họ.

Tuy nhiên, có những rủi ro nghiêm trọng vốn có khi phụ thuộc quá nhiều vào các mô hình nguyên sơ như vậy làm cơ sở cho thảo luận chính sách, vì các mô hình này chỉ giải quyết các vấn đề có thể được trả lời với độ chính xác khoa học. Nếu một người cố gắng quá mức để đạt độ chính xác, người đó có nguy cơ quá hạn hẹp đến mức trở nên không liên quan. Bằng chứng tôi trình bày trong các chương sách cho thấy rằng thực tế của thị trường chứng khoán ngày nay là bất cứ điều gì ngoại trừ ống nghiệm trong phòng thí nghiệm. Nếu lý thuyết tài chính phát triển về tính hữu dụng của nó, tất cả các nhà kinh tế cuối cùng sẽ phải vật lộn với những khía cạnh lộn xộn này của thực tế thị trường. Trong khi đó, những người tham gia tranh luận công khai và xây dựng chính sách kinh tế phải sắp xếp mớ hỗn độn các yếu tố thị trường này trước khi quá muộn.

Một trong số những hậu quả không lường trước được của văn hóa đầu tư ngày hôm nay là hàng chục triệu người trưởng thành đầu tư vào thị trường chứng khoán như thể mức giá sẽ tiếp tục tăng ở tốc độ hiện tại. Mặc dù dựa trên một số thước đo, thị trường chứng khoán dường như cao hơn so với trước đây, các nhà đầu tư hành xử như thể nó không bao giờ có thể lên đến mức quá cao, và nó không bao giờ có thể đi xuống quá lâu. Tại sao họ lại cư xử theo cách này? Logic của họ rõ ràng phù hợp với lập luận của kẻ ăn không (*free rider*). Đó là, nếu hàng triệu nhà nghiên cứu và nhà đầu tư đang nghiên cứu giá cổ phiếu và xác nhận giá trị hiển nhiên của chúng, tại sao lại lãng phí thời gian để cố gắng tìm ra giá cả hợp lý? Người ta cũng có thể ăn không nhờ công sức của các nhà đầu tư siêng năng khác, những người đã điều tra giá cổ phiếu rồi học theo những gì các chuyên gia làm - mua cổ phiếu!

Nhưng hầu hết các nhà đầu tư không biết là sự thiếu tin cậy về chất lượng nghiên cứu đang được thực hiện trên thị trường chứng khoán,

chưa kể đến tính rõ ràng và chính xác mà nó được truyền đạt tới công chúng. Một số công trình được gọi là nghiên cứu thường có vẻ không nghiêm ngặt hơn bói lá trà là bao. Lập luận rằng chỉ số Dow sẽ lên tới 36.000 hoặc 40.000 hoặc 100.000 hầu như không truyền cảm hứng cho niềm tin. Chắc chắn một số nhà nghiên cứu có suy nghĩ thực tế hơn về triển vọng của thị trường và tiếp cận các vị thế được thông tin tốt hơn về tương lai của nó, nhưng họ không phải là những cái tên thu hút truyền thông hay ảnh hưởng đến thái độ của công chúng.

Thay vào đó, các tít báo phản ánh sự chú ý liên tục của các phương tiện truyền thông tin tức đến các thông tin tầm thường và ý kiến của người nổi tiếng về mức độ thị trường. Được thúc đẩy bởi sự cạnh tranh về lượng độc giả, người nghe và người xem, các phương tiện truyền thông có xu hướng hời hợt và do đó khuyến khích những quan niệm sai lầm cơ bản về thị trường. Sự khôn ngoan thông thường, nhấn mạnh độ bền dường như vĩnh cửu của cổ phiếu, đã xuất hiện từ các phương tiện truyền thông này. Công chúng đã học cách chấp nhận sự khôn ngoan thông thường, mà theo quan điểm của tôi là sự nông cạn. Công bằng mà nói, với các chuyên gia Phố Wall có quan điểm xuất hiện trên các phương tiện truyền thông, thật khó để sửa chữa sự khôn ngoan thông thường bởi vì họ bị giới hạn bởi những sự nhiễu loạn xung quanh. Ai đó cần phải viết sách để làm rõ những điều này. Đây là một cuốn sách như vậy.

Như đã lưu ý trước đó, sự khôn ngoan thông thường cho rằng thị trường chứng khoán nói chung luôn là khoản đầu tư tốt nhất và sẽ luôn luôn như vậy, ngay cả khi thị trường bị định giá cao theo các tiêu chuẩn lịch sử. Các nhà đầu tư nhỏ, trong quỹ hưu trí của họ, đang dịch chuyển dần các khoản đầu tư của họ sang cổ phiếu, và chính sách đầu tư 100% cổ phiếu vào quỹ hưu trí ngày càng phổ biến. Họ đặt tiền của họ nơi họ tin. Thái độ này mời gọi các các công ty có nguồn cung cổ phiếu không giới hạn trục lợi. “Bạn muốn cổ phiếu? Chúng tôi sẽ cung cấp cho bạn cổ phiếu”.

Hầu hết các nhà đầu tư dường như cũng xem thị trường chứng khoán là một thế lực tự nhiên. Họ không hoàn toàn nhận ra rằng chính họ, tạo thành một nhóm, quyết định mức độ của thị trường. Và họ đánh giá thấp mức độ giống nhau giữa suy nghĩ của chính họ và các nhà đầu tư khác. Nhiều nhà đầu tư cá nhân nghĩ rằng các nhà đầu tư tổ chức chiếm lĩnh thị trường và các nhà đầu tư "đồng tiền khôn" này có những mô hình tinh vi để hiểu được giá thị trường bằng kiến thức vượt trội. Họ ít biết rằng hầu hết các nhà đầu tư tổ chức, nói chung, không biết gì về mức độ của thị trường. Tóm lại, giá được thúc đẩy ở một mức độ nhất định bởi lời tiên tri tự hoàn thành dựa trên những linh cảm giống nhau của một bộ phận lớn các nhà đầu tư lớn, nhỏ và được củng cố bởi các phương tiện truyền thông thường có nội dung phê chuẩn sự khôn ngoan thông thường của nhà đầu tư.

Khi chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones lần đầu tiên vượt qua mốc 10.000 vào tháng 3 năm 1999, Merrill Lynch đã chiếm cả trang báo quảng cáo với tiêu đề, "Ngay cả những người có cách tiếp cận dài hạn có kỷ luật như chúng tôi phải ngồi lại và nói 'wow.'" Ở góc dưới bên trái của trang, bên cạnh biểu đồ chứng khoán đạt 10.000 điểm, xuất hiện dòng chữ "thành tích con người." Nếu đây là một thành tích đáng để chúc mừng, chúng ta nên chúc mừng nhân viên bất cứ khi nào họ gửi báo cáo tự đánh giá bản thân bằng những ngôn từ có cánh.

Hiện tại bầu không khí bao trùm sự kỳ vọng quá mức nếu không phải là lạc quan tếu. Mọi người lạc quan về thị trường chứng khoán. Thiếu đi sự tỉnh táo về mặt bất lợi của nó và hệ quả sinh ra từ đó. Nếu chỉ số Dow giảm xuống còn 6.000, khoản lỗ sẽ tương đương giá trị của toàn bộ quỹ nhà ở của Hoa Kỳ. Từ đây tạo ra tác động có hại và không đồng đều đối với các cá nhân, quỹ hưu trí, tài trợ đại học và các tổ chức từ thiện.

Chúng ta cần biết liệu rằng mức giá của thị trường chứng khoán hôm nay, ngày mai hay bất kỳ ngày nào khác có phải là sự phản ánh hợp lý của thực trạng nền kinh tế hay không, giống như chúng ta cần biết bản thân

ta có bao nhiêu tiền trong tài khoản ngân hàng. Phép định giá này trong tương lai cũng giống thực phẩm ta ăn và quần áo ta mặc, và hầu như mọi quyết định chi tiêu ngày nay đều phải chịu ảnh hưởng của nó. Chúng ta cần hiểu rõ hơn về các lực định hình triển vọng dài hạn cho thị trường, và đó là một cách hiểu mà cuốn sách này dự định cung cấp. •

CHƯƠNG 01

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN DƯỚI GÓC NHÌN LỊCH SỬ

Khi Alan Greenspan, Chủ tịch Hội đồng Dự trữ Liên bang (FED) thời bấy giờ, sử dụng cụm từ lạc quan tếu để miêu tả hành vi của các nhà đầu tư chứng khoán, cả thế giới đã ghim lấy cụm từ ấy vào đầu. Ông phát biểu trong một buổi tối của giới thượng lưu tại Washington, D.C., vào ngày 5 tháng 12 năm 1996, và bài diễn văn ấy đã được cả thế giới dõi theo. Ngay khi ông thốt ra những lời ấy, thị trường chứng khoán lập tức đổ dốc. Tại Nhật, chỉ số Nikkei giảm 3,2%; tại Hồng Kông, chỉ số Hang Seng giảm 2,9%; và tại Đức, chỉ số DAX giảm 4%. Ở Luân Đôn, chỉ số FTSE 100 có thời điểm trong ngày hôm ấy giảm đến 4%, và ở Hoa Kỳ, ngay sáng hôm sau, chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones giảm 2,3% gần đầu phiên giao dịch. Phản ứng sắc bén của thị trường toàn cầu với cụm từ trong khuôn khổ một bài nói chuyện có vẻ bình thường, trầm lặng dường như là một điều ngớ ngẩn. Sự kiện này tạo nên một câu chuyện kỳ thú về sự điên rồ của thị trường, và câu chuyện này được cả thế giới kể lại.

Dần dà câu chuyện thú vị đó cũng nhạt dần, nhưng cụm từ lạc quan tếu thì không, nó vẫn được dùng đi dùng lại nhiều lần. Greenspan không phải cha đẻ của cụm từ ấy, nhưng ông khiến nó gắn liền với một góc nhìn về sự bất ổn của thị trường đầu cơ. Loạt sự kiện của thị trường chứng khoán gây ra bởi một lời do ông buột miệng nói ra đã khiến những từ ấy dường như mang tính thực tả những gì đang diễn ra. Dần dần, nó trở thành câu nói được trích dẫn nhiều nhất của Greenspan, một cụm từ cửa miệng của những người sống trong thị trường.

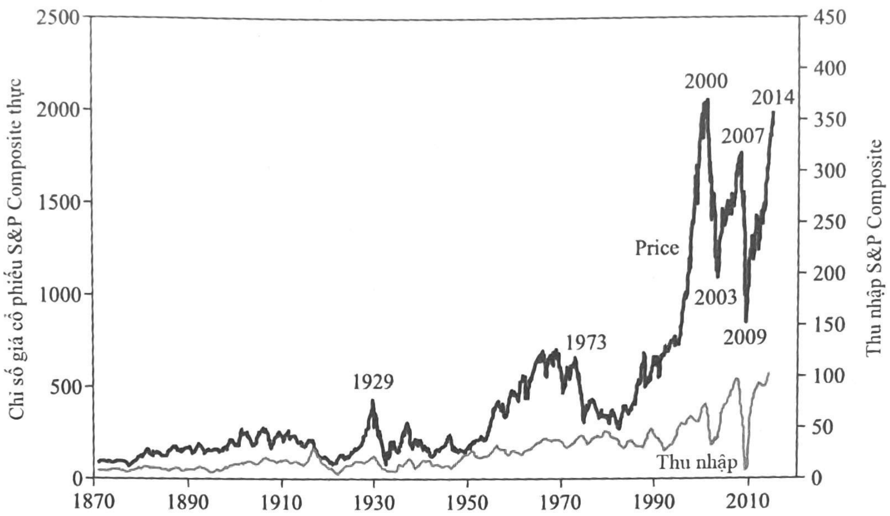
Vì sao mọi người vẫn còn lưu luyến cụm từ xưa cũ ấy? Tôi tin rằng những từ này đã trở thành một cái tên đầy hữu ích cho loại hiện tượng xã hội mà những người mẫn cảm tận mắt chứng kiến đã xảy ra những năm 1990, và thực ra, đó là những hiện tượng cứ lặp đi lặp lại trong lịch sử, khi thị trường bị hô giá cao bất thường, đến mức không bền vững dưới sự ảnh hưởng của tâm lý thị trường.

Nhiều người mẫn cảm đã nhận xét rằng, khi thị trường chứng khoán đang lên như vũ bão những năm 1990, họ cảm nhận một bầu không khí phi lý đang lởn vởn xung quanh, và rằng bản chất của sự phi lý này rất tinh vi. Đó không phải là kiểu điên cuồng hay lạc quan thái quá của các nhà đầu tư vẫn được truyền lại qua những câu chuyện kể của những người đã kinh qua những đợt bùng nổ đầu cơ trước đó như thị trường bùng nổ thời những năm 1920. Có lẽ những người kể các câu chuyện ấy đã điểm phấn tô son cho câu chuyện thêm phần kịch tính. Lạc quan tếu không điên cuồng đến thế. Thuật ngữ từng nổi tiếng một thời, cơn sốt đầu cơ (*speculative mania*) hay cơn cuồng đầu cơ (*speculative orgy*) dường như quá dữ dội để có thể miêu tả những gì chúng ta đã trải qua hồi những năm 1990. Nó giống kiểu một nhận định sai lầm nào đó mà ta nhớ rằng, thi thoảng trong đời ta vẫn mắc phải khi lòng nhiệt tình điều khiển trí não ta. Lạc quan tếu dường như là một cụm từ mang đậm tính miêu tả những điều đã xảy ra trên thị trường khi nó đi chệch hướng.

Lạc Quan Tếu là nền tảng tâm lý của bong bóng đầu cơ. Tôi định nghĩa bong bóng đầu cơ là một tình huống mà tin đồn giá tăng thúc đẩy lòng nhiệt tình của nhà đầu tư rồi được lây lan trong giới đầu tư như bệnh dịch, và trong quá trình đó, khuếch đại lên những câu chuyện nhằm biện minh cho sự tăng giá và thu hút ngày một nhiều hơn tầng lớp các nhà đầu tư đổ xô vào, những người dẫu có nghi ngờ về giá trị thật của khoản đầu tư, vẫn bị lôi kéo vì ganh tị với thành công của người khác, và một phần vì máu mê cờ bạc. Chúng ta sẽ khám phá các thành tố khác nhau cấu thành nên định nghĩa bong bóng trong suốt quyển sách này.

Bài diễn văn "Lạc quan tếu" của Greenspan vào năm 1996 ra đời trong một giai đoạn mà ngày nay được xem là minh chứng cho một giai đoạn tăng vũ bão của thị trường chứng khoán Mỹ. Chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (từ giờ sẽ gọi tắt là chỉ số Dow) ở mức 3.600 vào đầu năm 1994. Đến tháng 3 năm 1999, nó đã vượt mốc 10.000 lần đầu trong lịch sử. Chỉ số Dow đạt đỉnh 11.722,98 vào ngày 15 tháng 1 năm 2000, chỉ hai tuần sau ngày bắt đầu thiên niên kỷ mới. Thị trường tăng trưởng gấp 3 lần chỉ trong 5 năm. Các chỉ số chứng khoán khác cũng đạt đỉnh một vài tháng sau đó. Chỉ số Dow thực (đã điều chỉnh theo lạm phát) không đạt mốc này nữa mãi cho đến năm 2014, và khi tôi viết quyển sách này, chỉ số Standard & Poor's 500 (S&P 500) vẫn chưa trở lại mốc 2.000 điểm. Điều thú vị là đỉnh của chỉ số Dow (cũng như các chỉ số khác) diễn ra không xa thời điểm ăn mừng thiên niên kỷ mới – cứ như những màn yến tiệc linh đình mừng thiên niên kỷ mới là một phần dự báo của thị trường, và khi tỉnh giấc sau cơn say, cái gì đã bị kéo lên quá cao sẽ tụt trở lại.

Hình 1.1 cho thấy chỉ số giá cổ phiếu S&P Composite thực theo tháng điều chỉnh lạm phát sử dụng, một chỉ số thể hiện thị trường toàn diện hơn chỉ số Dow, từ năm 1957, dựa trên 500 cổ phiếu chứ không phải chỉ 30 cổ phiếu được sử dụng để tính chỉ số Dow. Cần phải bù trừ lạm phát ở đây vì mức giá chung của biến động rất lớn trong nhiều phần của giai đoạn này (chính phủ in thêm nhiều tiền, điều này càng góp phần đẩy giá lên cao) nên chỉ số chưa hiệu chỉnh sẽ tạo những ấn tượng sai lệch về sức tăng thực của thị trường chứng khoán. Giá cổ phiếu được thể hiện từ năm 1871 đến 2014 (đường trên), cùng với đó là tổng thu nhập (lợi nhuận doanh nghiệp trên mỗi cổ phiếu) mà các doanh nghiệp đã thu được, tạo nên một con số phản ánh tình hình kinh doanh của họ (đường dưới) trong cùng năm.



Hình 1.1

Giá và Thu nhập cổ phiếu Hoa Kỳ giai đoạn 1871-2014

Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu từ Dịch vụ thống kê S&P; Cục Thống kê Lao động Hoa Kỳ; Chỉ số cổ phiếu thường của Cowles và cộng sự; Vàng và Giá của Warren và Pearson.

Biểu đồ thị trường chứng khoán này không giống bình thường: hầu hết những biểu đồ dài hạn của giá cổ phiếu không kéo dài đến thế này, và hầu hết các kịch bản này sử dụng giá danh nghĩa khi không điều chỉnh lạm phát. Trên đồ thị này, nổi bật lên là giai đoạn tăng giá dữ dội bắt đầu từ năm 1982 và đạt đỉnh vào năm 2000. Đây là sự kiện độc nhất trong lịch sử.

Đỉnh năm 2000 của chứng khoán thế giới được nối tiếp bằng Bùng nổ xã hội sở hữu giai đoạn 2003-2007, tôi đặt tên này dựa trên câu slogan của Tổng thống George Bush khi ông tranh cử Tổng thống năm 2004. Đỉnh này lại được nối tiếp bằng khủng hoảng tài chính thế giới giai đoạn 2008-2009. Bắt đầu từ 2009, sau khi cuộc khủng hoảng dịu bớt, có một đợt bùng nổ mới của thị trường chứng khoán thế giới mà tôi đặt tên là Cuộc bùng nổ bình thường mới, đặt tên theo một cụm từ được phổ biến hóa nhờ nhà sáng lập PIMCO là Bill Gross vào năm 2009. Các phương tiện

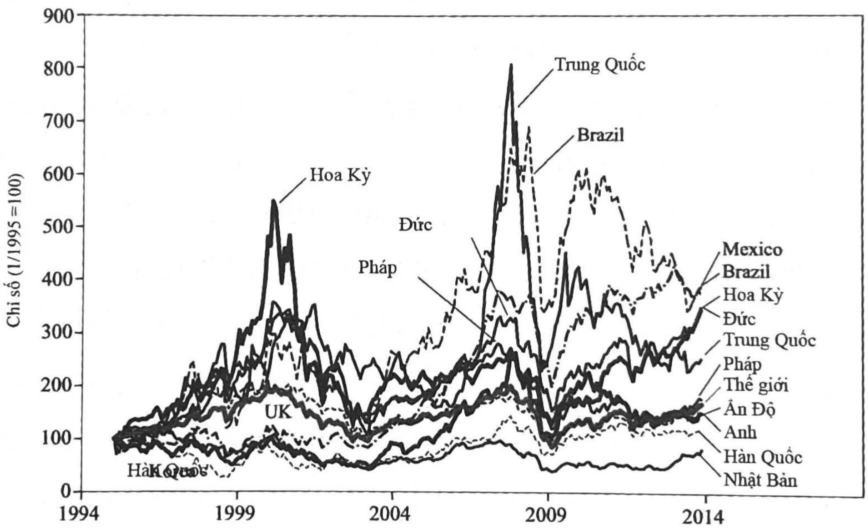
truyền thông đã cho thấy một xu hướng khởi đầu từ những năm 2000 là kịch tính hóa các "kỷ lục mới" được lập nên trên thị trường vào năm 2007 và 2014. Nhưng thực sự những cuộc bùng nổ hậu năm 2000 ấy không xác lập nên các kỷ lục mới. Đợt tăng giá thực (đã điều chỉnh lạm phát) nhanh nhất trong thị trường chứng khoán Mỹ là giai đoạn từ tháng 7 năm 1982 đến tháng 8 năm 2000, khi ấy thị trường tăng giá gấp 7,7 lần, đánh bật kỷ lục của đợt tăng 5,5 lần từ tháng 12 năm 1920 đến tháng 9 năm 1929, cũng như đợt tăng 5,1 lần từ tháng 6 năm 1949 đến tháng 12 năm 1968. Đợt tăng giai đoạn 2003 đến 2007 (1,5 lần) và 2009 đến 2015 (2,3 lần) thật chẳng đáng để so sánh. Với mục đích thấu hiểu rõ lạc quan tếu, tôi sẽ nhấn mạnh giai đoạn Bùng nổ thiên niên kỷ 1982-2000, đặc biệt là những năm cuối giai đoạn này, khi sự lạc quan này trở nên lộ liễu nhất.

Thị trường chứng khoán tăng từ năm 1994 (khi thị trường chứng khoán thực đã tăng hơn gấp đôi từ năm 1982) đến 2000 không thể biện minh một cách hiển nhiên bằng bất kỳ lý do hợp lý nào. Các chỉ báo kinh tế cơ bản thậm chí còn không đến nổi con số tăng gấp ba lần. Cũng trong giai đoạn ấy, tổng sản phẩm quốc nội của Hoa Kỳ tăng dưới 40% và lợi nhuận doanh nghiệp tăng chưa đến 60% (GDP) so với thời kỳ suy thoái tạm thời. Dưới sự soi sáng của các đồ thị, giá cổ phiếu tăng trong giai đoạn này trông có vẻ không có bất kỳ đảm bảo nào.

Những đợt tăng giá cổ phiếu lớn cũng xảy ra tại nhiều quốc gia khác trong cùng thời kỳ, và các thị trường chứng khoán này cũng đạt đỉnh gần như đồng loạt vào đầu năm 2000. Hình 1.2 cho thấy biến thiên giá cổ phiếu của mười quốc gia và trung bình toàn thế giới từ 1995 đến 2014. Các bạn có thể thấy trên Hình 1.2, từ 1995 đến 2000, định giá thực của thị trường Brazil, Pháp, Trung Quốc và Đức tăng gần gấp ba lần, trong khi thị trường Anh tăng gần gấp hai lần. Năm 1999, một năm trước khi đạt đỉnh, giá cổ phiếu thực mười quốc gia tăng trung bình 58% theo Hình 1.2. Giá của tất cả các quốc gia tăng rất mạnh trong năm 1999, ngay cả quốc gia tăng ít nhất là Anh cũng tăng đến mức ấn tượng là 16%. Thị trường chứng khoán châu Á (Hong Kong, Indonesia, Nhật, Malaysia,

Singapore và Hàn Quốc) và châu Mỹ Latinh (Chile và Mexico) cũng tăng đáng kể trong năm 1999. Đó quả là một đợt tăng giá cổ phiếu toàn cầu rất mãn nhãn.

Cuối năm 2000, thị trường lao dốc về đến đáy năm 2003. Lại một đợt bùng nổ nữa xảy ra, đạt đỉnh vào cuối năm 2007 hay đầu năm 2008, đã gây ảnh hưởng lớn đến toàn thế giới. Sau đó, toàn thế giới trượt dài vào một giai đoạn khủng hoảng tồi tệ nhất kể từ Đại khủng hoảng vào thập niên 1930 khiến kinh tế ngưng không tăng trưởng, và sự suy yếu hậu bong bóng của nền kinh tế toàn cầu tiếp diễn đến nhiều năm sau. Bất chấp sự suy yếu của nền kinh tế thế giới, một đợt bùng nổ thứ ba đã bắt đầu manh nha ở nhiều quốc gia từ năm 2009.



Hình 1.2

Giá cổ phiếu ở mười quốc gia và thế giới giai đoạn 1/1995-7/2014

Giá đóng cửa ở Brazil (Bovespa), Trung Quốc (SE Shang Composite), Pháp (CAC), Đức (DAX), Ấn Độ (Sensex), Nhật (Nikkei), Hàn Quốc (KOSPI), Mexico (Mexbol), Anh (FTSE 100), Hoa Kỳ (NASDAQ Composite), và chỉ số của tất cả các quốc gia trên thế giới của Morgan Stanley Capital International, tất cả đều thay đổi tỉ lệ để về 100 vào 1/1995. Nguồn: Bloomberg và Thống kê tài chính quốc tế (1999) Quỹ Tiền tệ Quốc tế.

Nhìn lại Hình 1.1 biểu diễn lịch sử dài hơi hơn của chỉ số S&P, chúng ta có thể thấy thị trường đã diễn biến khác lạ thế nào so với lịch sử lâu dài trước đó. Đỉnh của giai đoạn 1982 đến 2000 là ấn tượng nhất: chỉ số giá tăng như tên lửa vút lên, trước khi lao xuống. Đợt bùng nổ lớn chưa từng có (tính đến thời điểm đó) được biết đến với tên gọi Bùng nổ thiên niên kỷ hay giờ đây đợt bùng nổ đã qua và ta đang nhìn lại là Bong bóng thiên niên kỷ.

Đợt bùng phát và nổ tung của thị trường chứng khoán những năm sau 1994 rõ ràng là có liên quan đến hành vi thu nhập. Như chúng ta có thể thấy ở Hình 1.1, thu nhập S&P Composite tăng trưởng rất nhanh vào cuối thập niên 1990 trước khi đổ sụp sau năm 2000, tăng lại cho đến năm 2007, rồi sụp đổ vào năm 2009, và sau đó tăng trưởng cùng với thị trường. Thu nhập dường như đã và đang dao động quanh một đà phát triển chậm rãi kéo dài hơn một thế kỷ.

Quan sát Hình 1.1, ta thấy rõ rằng chưa có một sự kiện nào tương tự như Bùng nổ thiên niên kỷ từng xảy ra trước đó trên thị trường tính từ năm 1871. Dĩ nhiên là có một đợt bùng nổ trứ danh hồi những năm 1920, kết thúc bằng đợt sụp đổ năm 1929. Hình 1.1 biểu diễn đợt bùng nổ này bằng một đường giá tăng hình chóp. Có người biện minh rằng thị trường hồi những năm 1920 nhỏ hơn nhiều so với đợt bùng nổ gần đây, có người lại cho rằng đợt bùng nổ 1920 mang dáng dấp của đợt bùng nổ Thiên niên kỷ, và đó là đợt bùng nổ duy nhất trong lịch sử có thể đem ra so sánh với đợt bùng nổ kinh khủng kia.

Tỉ số giá trên thu nhập (Price relative to Earnings)

Hình 1.3 biểu diễn tỉ số PE đã được điều chỉnh theo yếu tố chu kỳ của nền kinh tế (CAPE), được tính bằng cách lấy chỉ số S&P Composite thực (đã hiệu chỉnh lạm phát) chia cho trung bình động của thu nhập thực trong 10 năm của chỉ số. Các điểm biểu diễn thể hiện số liệu hàng tháng từ tháng 1 năm 1881 đến tháng 6 năm 2014. Tỷ số giá trên thu nhập là một thang đo cho biết thị trường đang đắt đỏ thế nào khi so với một con

số khách quan là khả năng sinh thu nhập của các công ty. John Cambell và tôi ban đầu định nghĩa CAPE sử dụng trung bình 10 năm, nghịch đảo so với tỉ lệ "thu nhập trung bình trên giá của cổ phiếu thường" được Benjamin Graham và David Dodd đề xuất vào năm 1934 trong cuốn *Phân tích chứng khoán*.

Lấy trung bình mười năm sẽ san phẳng những sự kiện như những cú tăng thu nhập nhất thời trong Thế chiến thứ I, đợt giảm thu nhập tạm thời trong thời Thế chiến thứ II, và các đợt tăng giảm tương ứng với chu kỳ vốn có của doanh nghiệp. Lưu ý rằng có một đỉnh đáng chú ý sau năm 1997, khi tỉ số này chạm ngưỡng 47,2 vào ngày 24 tháng 3 năm 2000. Tỉ số PE này (CAPE) chưa từng đạt mức cao như vậy. Đỉnh gần nó nhất là tháng 9 năm 1929 với mức 32,6.

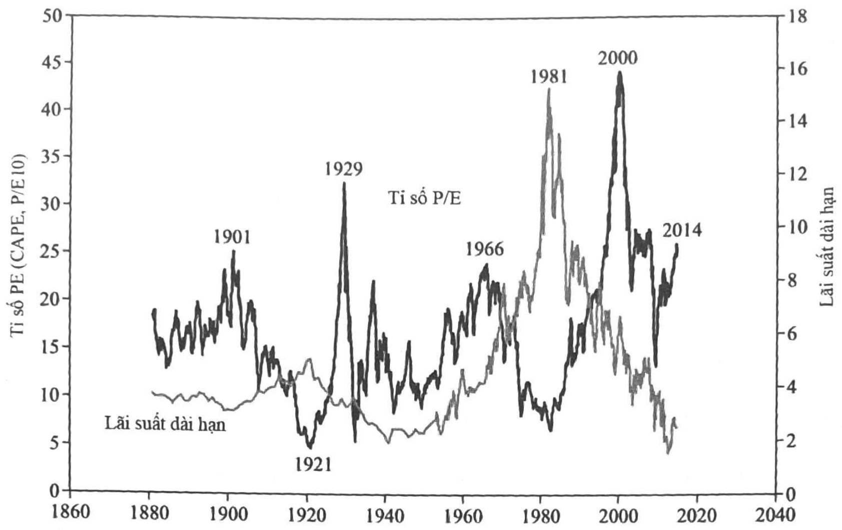
Vào năm 2000, thu nhập đạt mức cao so với chỉ số thu nhập dài hạn do Graham và Dodd đo lường, nhưng không có gì gọi là quá mức thông thường. Điều phi thường ở năm 2000 là hành vi giá (như đã thấy ở Hình 1.1) chứ không phải thu nhập.

Lời giải thích thỏa mãn phần nào cho hành vi giá quá đỗi lạ thường trong thời kỳ 1990 đến 2000 có thể nằm ở hành vi khác thường của lợi nhuận doanh nghiệp được phản ánh trong báo cáo thu nhập của họ. Nhiều nhà quan sát nhận định rằng tỉ lệ tăng trưởng thu nhập trong năm năm (1992-1997) thực sự phi thường: thu nhập thực của S&P Composite gần như tăng hơn gấp đôi trong khoảng thời gian này, và tốc độ tăng trưởng phi thường trong thời gian năm năm này chưa từng xảy ra trong gần nửa thế kỷ trước đó. Nhưng 1992 là năm đặt dấu chấm hết cho thời kỳ đình trệ, khi đó thu nhập không tăng mà còn có những lúc giảm. Quá khứ đã từng ghi dấu các lần tăng trưởng trở lại sau thời kỳ đình trệ. Thực sự, lợi nhuận thực tăng hơn gấp bốn lần từ năm 1921 đến 1926 khi nền kinh tế hồi sinh từ đợt khủng hoảng 1921 để bước vào thời kỳ Roaring Twenties (Những năm tháng huy hoàng 1920). Thu nhập thực tăng gấp đôi trong năm năm đã từng xảy ra sau thời khủng hoảng những năm 1890, cuộc Đại khủng hoảng những năm 1930, và Thế chiến thứ I.

Roaring Twenties là thuật ngữ được sử dụng để mô tả xã hội phương Tây trong những năm 1920. Đôi khi còn gọi là Thời đại Jazz, đặc trưng bởi sự tự do mới trong các khía cạnh xã hội, kinh tế và văn hóa. Nó thường đồng nghĩa với tìm kiếm niềm vui và người dân trải qua thời kỳ hân hoan sau sự tàn phá của Thế chiến thứ I. Đặc biệt ở Mỹ, nền kinh tế bùng nổ với chủ nghĩa tiêu dùng đại chúng lần đầu tiên xuất hiện, khi lần đầu tiên trong lịch sử, những người lao động bình thường cũng có thể mua xe ô tô hay radio – chú thích của người dịch.

Nguồn: Biographyonline

Vào năm 2000, khi thị trường đạt đỉnh, các nhà quan sát không cưỡng lại nổi ham muốn được chứng kiến đà tăng thu nhập này tiếp diễn và tin rằng những thay đổi về căn cốt của nền kinh tế đã tạo nên một xu hướng phát triển nhu nhập ở mức cao hơn. Chắc chắn các cuộc nói chuyện diễn ra nhan nhản lúc bấy giờ ủng hộ cho niềm tin ấy. Nhưng sẽ lý trí hơn nếu câu chuyện ấy được nhìn dưới phương diện hành vi mang tính chu kỳ của thu nhập xuyên suốt lịch sử, để tiên báo một cú đảo chiều trong đà tăng thu nhập.



Hình 1.3

Tỉ số PE đã được điều chỉnh theo yếu tố chu kỳ của nền kinh tế (CAPE) và Lãi suất của Hoa Kỳ giai đoạn 1881-2014

Tỉ số PE hàng tháng từ 1/1881 đến 6/2014. Tử số: Chỉ số giá chứng khoán S&P Composite thực (đã hiệu chỉnh lạm phát). Mẫu số: Trung bình động 10 năm của thu nhập S&P Composite thực. Những năm đạt đỉnh được thể hiện trên biểu đồ. Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu Hình 1.1. Lãi suất là tỉ suất sinh lợi dài hạn (danh nghĩa) của trái phiếu chính phủ Mỹ từ 1/1881 đến 6/2014.

Sự suy giảm lợi nhuận doanh nghiệp giai đoạn 2000-2001 là cú rơi lớn nhất kể từ năm 1920-1921 tính theo tỉ lệ phần trăm. Đây chắc chắn là một phần câu chuyện thị trường lao dốc. Lần sụt giảm ấy chắc chắn đã đập tan những luận điệu rằng nền kinh tế mới dựa trên công nghệ cao không thể nào sụp đổ. Nhưng câu hỏi đặt ra là phải lý giải sự sụt giảm thu nhập doanh nghiệp như thế nào. Rồi chúng ta sẽ bàn ở Chương 5, sự suy giảm ấy có thể được đặt dưới nhiều lăng kính, và phần nào đó là hậu quả gián tiếp của sự thay đổi tâm lý của các nhà đầu tư đã tạo nên sự suy giảm trong thị trường. Một phần sự suy giảm thu nhập sau năm 2000 cũng chỉ là một phản ứng mang tính kỹ thuật kế toán đối với sự sụt giảm giá cổ phiếu, vì các công ty bị ràng buộc bởi các quy tắc kế toán phải cắt giảm từ

thu nhập một phần không nhỏ các cổ phiếu đang nắm giữ, vốn bị hạ giá rất nhiều kể từ sau khi thị trường sụp đổ.

Những giai đoạn có tỉ số giá trên thu nhập cao khác

Thời kỳ trước năm 2000, tỉ số giá trên thu nhập (PE) từng đạt mức cao trong ba lần như Hình 1.3 cho thấy, nhưng chưa bao giờ đạt đến đỉnh cao như năm 2000. Lần đầu là tháng 6 năm 1901, khi đó tỉ lệ PE đạt mức 25,2. Đây có thể được gọi là "Đỉnh cao thế kỷ 20," vì nó xuất hiện vào lúc thế giới đang hoan hỉ ăn mừng giao thời của hai thế kỷ. (Năm đầu tiên của thế kỷ 20 được tính từ ngày 1 tháng 1 năm 1901 chứ không phải 1900). Đỉnh này xảy ra như hệ quả tất yếu của thành quả tăng gấp đôi thu nhập thực trong thời gian năm năm trước đó, sau khi nền kinh tế Mỹ được vực dậy từ khủng hoảng những năm 1890. Đỉnh PE vào năm 1901 hình thành từ những đỉnh xảy ra đột ngột từ giữa tháng 7 năm 1900 đến tháng 6 năm 1901 với mức tăng 43% trong vòng mười một tháng. Thế là cơn lạc quan lúc giao thời của hai thế kỷ xuất hiện, đồng hành cùng những câu chuyện thần tiên về tương lai công nghệ cao hứa hẹn nhiều của cải.

Sau năm 1901, những đợt sụt giảm đáng kể về giá thực đã không xảy ra mãi đến thập niên tiếp theo đó thì giá dịch chuyển quanh ngưỡng của năm 1901 và rồi tụt dốc. Đến tháng 6 năm 1920, thị trường chứng khoán đã mất 67% giá trị thực so với thời điểm tháng 6 năm 1901. Lợi nhuận trung bình của thị trường chứng khoán (bao gồm cổ tức) là 3,4% một năm trong năm năm sau tháng 6 năm 1901, chỉ suýt soát hơn lãi suất ngân hàng một chút. Lợi nhuận trung bình mười năm (bao gồm cổ tức) tiếp theo là 4,4% một năm, mười lăm năm tiếp theo là 3,1% một năm, và hai mươi năm tiếp theo là -0,2% một năm. Mức lợi nhuận này thấp hơn kỳ vọng chung, nhưng nếu ai đó ráng trụ đến những năm 1920, lợi nhuận sẽ cải thiện đáng kể.

Tỉ số giá trên thu nhập đạt mức cao lần thứ hai xuất hiện vào tháng 9 năm 1929, cao điểm của thị trường vào những năm 1920, và là mức cao thứ nhì mọi thời đại. Sau thời kỳ thị trường hưng phấn những năm 1920,

tỉ lệ này đạt mức 32,6. Như chúng ta đều biết, thị trường bắt đầu chao đảo ở mức này với cú rơi 80,6% của chỉ số S&P vào tháng 6 năm 1932. Suy giảm giá trị thực còn đáng kể và kéo dài hơn thế. Chỉ số S&P Composite thực phải đợi đến tháng 12 năm 1958 mới quay về đỉnh tháng 9 năm 1929. Lợi nhuận trung bình thực của thị trường (bao gồm cổ tức) trong năm năm là -13,1% mỗi năm sau tháng 9 năm 1929, trong mười năm tiếp theo là -1,4% một năm, trong mười lăm năm tiếp theo là -0,5% một năm, và trong hai mươi năm tiếp theo là 0,4% một năm.

Tỉ số giá trên thu nhập đạt mức cao lần thứ ba là 24,1 vào tháng 1 năm 1966 theo Hình 1.3. Chúng ta có thể gọi đây là "Đỉnh Kennedy-Johnson", lấy cảm hứng từ danh vọng và tầm ảnh hưởng của Tổng thống John Kennedy và sự giúp đỡ của Phó tổng thống kế nhiệm là Lyndon Johnson. Đỉnh này xảy đến sau một đợt thị trường hưng phấn đầy ngoạn mục và sau thời kỳ năm năm tăng giá 52% kể từ tháng 5 năm 1960. Đợt tăng giá đưa tỉ lệ giá trên thu nhập đến mức cao nhất trong thời kỳ, tương ứng với một đợt tăng thu nhập 36%. Thị trường phản ứng với đợt tăng thu nhập này như thể đà tăng sẽ tiếp tục, và dĩ nhiên là không phải thế. Thu nhập thực tăng nhỏ giọt trong thập niên tiếp theo. Giá thực nảy nhẹ quanh vùng đỉnh hồi tháng 1 năm 1966, vượt nhẹ qua đỉnh này vào năm 1968, rồi giảm về lại mức cũ sau năm 1973. Đến tháng 12 năm 1974, giá cổ phiếu thực giảm 56% từ mức đỉnh của tháng 1 năm 1966 và mãi đến tháng 5 năm 1992 mới hồi lại mức của tháng 1 năm 1966. Lợi nhuận trung bình thực của thị trường chứng khoán (bao gồm cổ tức) là -2,6% một năm trong năm năm tính từ tháng 1 năm 1966, trong mười năm tiếp theo là -1,8% một năm, trong mười lăm năm tiếp theo là -0,5% một năm, và trong hai mươi năm tiếp theo là 1,9% một năm.

Lịch sử đã chứng minh qua những lần giá cao rằng lạc quan tếu không phải điều gì đó quá mới mẻ, và lịch sử sẽ không ngừng lặp lại. CAPE đạt mức cao vào thời điểm năm 2014 quyển sách này được viết – cao hơn bất cứ đỉnh nào của năm 1929, 2000, và 2009 – đang gây nhiều lo ngại, dù chúng ta chưa biết khi nào thì hồi cáo chung của thời kỳ này

sẽ đến. Chúng ta sẽ quay lại thảo luận về quyền năng dự báo của tỉ lệ giá trên thu nhập ở Chương 11.

Lo lắng về lạc quan tếu

Như đã viết trong phiên bản đầu tiên của quyển sách này, vào năm 2000 tôi đã nghĩ rằng hầu hết những người tôi gặp, từ mọi ngóc ngách của cuộc sống, rất bối rối khi thị trường đang ở mức khá cao. Dường như họ cũng không chắc về mức cao của thị trường có ý nghĩa gì, hoặc liệu có phải là kết quả của một số khuynh hướng con người mà có thể gọi đấy là lạc quan tếu hay không. Họ hồ nghi thị trường đang ở mức cao có đang phản ánh một sự lạc quan vô căn cứ, một sự lạc quan có thể làm nhiễu suy nghĩ của bản thân và ảnh hưởng rất nhiều quyết định lớn lao trong đời. Dường như họ không chắc về nguyên do sau những lần thị trường tụt dốc, họ tự hỏi liệu tâm lý thị trường có bao giờ trở lại hay không.

Ngay cả Alan Greenspan dường như cũng không hiểu rõ. Ông đã trình bày bài nói chuyện về "lạc quan tếu" hai ngày sau khi tôi chứng minh trước ông và Hội đồng Dự trữ Liên bang rằng mức độ của thị trường là phi lý, nhưng chỉ bảy tháng sau, ông ta lại công khai báo cáo một vị thế "thời đại mới" đầy lạc quan về nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Thực sự, Greenspan luôn cẩn trọng khi phát ngôn trước đại chúng để không đưa mình vào bất kỳ quan điểm nào. Như một phiên bản hiện đại của các ngôn sứ đọc các sấm ngôn, Greenspan thường thích đặt câu hỏi hơn là đưa ra tuyên bố. Trong bình luận mang tính "chú giải kinh sách" của ông, công chúng thường quên rằng ngay cả người tuyên bố cũng không biết đáp án.

Nhiều năm sau mức đỉnh năm 2000, thị trường trở lại đà tăng và gần đạt đến mức đỉnh tính theo giá trị thực. Phương tiện truyền thông trong năm 2007 và 2014 dường như ám ảnh với cụm từ xác lập kỷ lục mới (tính theo giá trị danh nghĩa) của thị trường chứng khoán. Và, ẩn sâu bên trong, mọi người hiểu rằng thị trường đã và đang ở mức giá cao, và họ không cảm thấy thoải mái với điều này.

Thiếu câu trả lời từ những chuyên gia thông thái, nhiều người thiên về hướng tìm câu trả lời từ sự thông thái của thị trường, để dùng những lần lên xuống của thị trường như nhà tiên tri bói lá trà. Nhưng trước khi chúng ta bắt đầu giả định rằng thị trường đang bộc lộ một sự thật nào đó về thời đại mới này, chúng ta có trách nhiệm soi chiếu lại những nhân tố thực sự quyết định các biến đổi của thị trường và tác động của các biến đổi này đến nền kinh tế và cuộc đời ta.

Rất nhiều nhân tố thực sự đó nằm trong suy nghĩ của ta. Theo John Maynard Keynes, chúng chính là "tinh thần động vật" và đang vận hành nền kinh tế. Đó cũng là chủ đề của quyển sách do tôi cùng George Akerlof viết vào năm 2009 với nhan đề *Tinh thần động vật*. Chính tinh thần động vật đó cũng dẫn dắt các thị trường khác như thị trường trái phiếu và thị trường bất động sản, mà giờ ta đang xem xét như những tình huống về hành vi đầu cơ trước khi bắt đầu đi vào phân tích nguyên nhân của các hành vi ấy ở phần Một của quyển sách này. •

CHƯƠNG 02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU DƯỚI GÓC NHÌN LỊCH SỬ

Đường biến thiên lãi suất qua các thời kỳ đã được đại đa số dân chúng dành sự quan tâm đặc biệt, vì lãi suất được xem là trung tâm của nền kinh tế. Lãi suất được xem là một điều cốt yếu và thể hiện vắn tắt giá trị của thời kỳ đó. Hơn thế nữa, nó cho thấy những dao động theo thời gian phản ánh thành phần đầu cơ và con người, không hoàn toàn khác với thị trường cổ phiếu như đã bàn trong chương trước.

Người ta có thể phân loại lãi suất thành lãi suất ngắn hạn như lãi suất tiền vay hay lãi suất trái phiếu Chính phủ thời hạn một năm trở lại và lãi suất dài hạn như lãi suất trái phiếu, lãi suất khoản vay bất động sản hoặc những khoản vay có thời hạn hàng chục năm. Giá của trái phiếu dài hạn, một khi đã phát hành trên thị trường sẽ di chuyển trái chiều với lãi suất dài hạn: khi lãi suất dài hạn giảm, giá của các trái phiếu dài hạn vốn đã tuyệt vời trước đó lại tăng lên vì nếu giá không tăng, các nhà đầu tư sẽ muốn mua các trái phiếu lâu năm đem lại lãi suất tốt hơn các trái phiếu mới phát hành. Do đó, thay đổi lãi suất triển vọng trong tương lai có thể gây bùng nổ hay sụp đổ thị trường trái phiếu dài hạn.

Hơn một thế kỷ qua, các ngân hàng trung ương (tại Hoa Kỳ là Cục Dự Trữ Liên Bang) đã áp dụng quyền kiểm soát trên lãi suất ngắn hạn. Mọi người đều cho rằng đây là con số dễ thao túng, ít nhất là ngân hàng trung ương có thể làm được điều đó. Tuy nhiên, lãi suất dài hạn lại khách quan và khó kiểm soát hơn, bởi lẽ cũng như thị trường cổ phiếu, nhu cầu của công chúng đối với lãi suất dài hạn phụ thuộc vào tương quan với triển vọng trong tương lai xa, đây là thứ phụ thuộc vào những điều các

ngân hàng trung ương không thể kiểm soát được vào ngày nay. Từ khủng hoảng 2007-2009, các ngân hàng trung ương đã áp dụng các chính sách mới quan trọng để tạo ảnh hưởng lên lãi suất dài hạn, dưới những tên gọi như "nới lỏng định lượng" (*quantiative easing*), "xoay chuyển vận hành" (*operation twist*), và "định hướng thị trường tiền tệ" (*forward guidance*), nhưng đến hôm nay họ vẫn không thực sự kiểm soát thị trường này!

Các cuộc thảo luận xuyên suốt thế kỷ trước đôi khi sử dụng cụm từ "bong bóng trái phiếu" để miêu tả chiều hướng đi lên của thị trường trái phiếu. Chắc chắn thị trường trái phiếu đôi khi mang dáng dấp của bong bóng, xảy ra khi lãi suất dài hạn sụt giảm và mọi người hứng khởi vì giá trái phiếu tăng, hệt như khi họ thấy giá cổ phiếu tăng đối với bong bóng cổ phiếu vậy. Và bong bóng trong hai thị trường này đôi khi lại có tương quan với nhau.

Lãi suất và CAPE

Lãi suất là một trong những thuật ngữ liên quan đến mức độ của thị trường chứng khoán được bàn đến nhiều nhất. Trong thời thị trường bùng nổ những năm 1990, mọi người đều thấy lãi suất dài hạn giảm xuống. Ta có thể thấy điều này ở Hình 1.3 trong chương trước, bên cạnh đường biểu thị CAPE là lãi suất, lợi suất trái phiếu chính phủ dài hạn. Ý tưởng sự suy giảm lãi suất có thể giải thích cho sự tăng vọt của thị trường chứng khoán diễn ra trên diện rộng vào những năm 1990.

Báo cáo Chính sách Tiền tệ (*Monetary Policy Report*) đệ trình cùng lời tuyên bố của Alan Greenspan trước Hội đồng chính phủ vào tháng 7 năm 1997 cung cấp bằng chứng của một tương quan nghịch đáng chú ý giữa lãi suất trái phiếu mười năm và tỉ lệ giá trên thu nhập (PE) từ năm 1982. Thực tế, có tương quan giữa lãi suất và tỉ lệ này vào thời điểm đó. Thực sự, giữa những năm 1960 và đầu những năm 1980, lãi suất tăng và tỉ lệ giá trên thu nhập giảm. Giữa đầu thập niên 1980 và cuối thập niên 1990, khi Greenspan phát biểu, lãi suất giảm và giá cổ phiếu tăng. Sự tương quan giữa thị trường chứng khoán và lãi suất mười năm được đặt

tên là "Mô hình Fed". Cuối thập niên 1990 và đầu thập niên 2000, việc sử dụng mô hình Fed để đánh giá thị trường đã trở thành thời thượng. Thực sự lúc ấy nhiều người nghĩ rằng, với thực trạng lãi suất giảm, giá cổ phiếu so với thu nhập sẽ tăng, vì lợi nhuận dài hạn của tài sản cạnh tranh, trái phiếu lại đang giảm, càng khiến thị trường chứng khoán lúc đó trông hấp dẫn hơn hẳn. Vào cuối những năm 1990, đôi khi người ta nghe rao giảng về mô hình Fed trên truyền hình nhiều tới mức phát chán.

Tuy nhiên, bằng chứng của mô hình Fed lại khá yếu. Suốt toàn bộ thời kỳ thể hiện trên Hình 1.3, ta không thấy được tương quan mạnh giữa lãi suất và tỉ lệ giá trên thu nhập. Trong thời Đại suy thoái, lãi suất bất thường, tương ứng với mô hình Fed thị trường chứng khoán đáng ra phải ở mức cao so với thu nhập, nhưng sự thật không phải như vậy.

Lãi suất tiếp tục sụt giảm kể từ khi thị trường đạt đỉnh sau năm 2000, và khi ấy chúng ta đã thấy cục diện trái ngược với mô hình Fed: cả tỉ lệ giá trên thu nhập lẫn lãi suất đều giảm. Vì sự kiện này, mọi người không còn nghe nói về mô hình Fed nhiều nữa.

Mặc dù lãi suất phải có ảnh hưởng gì đó lên thị trường, giá cổ phiếu không có một tương quan dù đơn giản hay nhất quán nào với lãi suất. Tuy vậy, tình hình tỉ lệ CAPE rất cao trong khi lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn rất thấp – như những gì nhà đầu tư đã chứng kiến thời khủng hoảng tài chính 2008 không phải thứ khiến họ chùn bước đầu tư vào cổ phiếu trước lựa chọn thay thế kém cạnh.

Tỉ lệ CAPE đã chịu nhiều chỉ trích từ ấn bản lần hai của quyển sách này. Bill Gross, cha đẻ quỹ PIMCO và giờ là Janus Capital, than phiền rằng những thảo luận về tỉ lệ này thường không tính đến lãi suất rất thấp kể từ thời khủng hoảng. Quả thực, lợi suất trái phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 10 năm đạt đỉnh vào tháng 7 năm 2012 đã rớt xuống mức thấp kỷ lục 1,43% mỗi năm, và mặc dù ngày nay đã cao hơn nhưng vẫn còn cách rất xa so với đỉnh cao kỷ lục trong quá khứ. Trong tình huống như thế, có lẽ nhà đầu tư sẽ không muốn chuyển từ cổ phiếu sang trái phiếu ngay cả khi CAPE đang cao. Hơn thế nữa, thị trường trái phiếu Hoa Kỳ, mặc dù có lãi

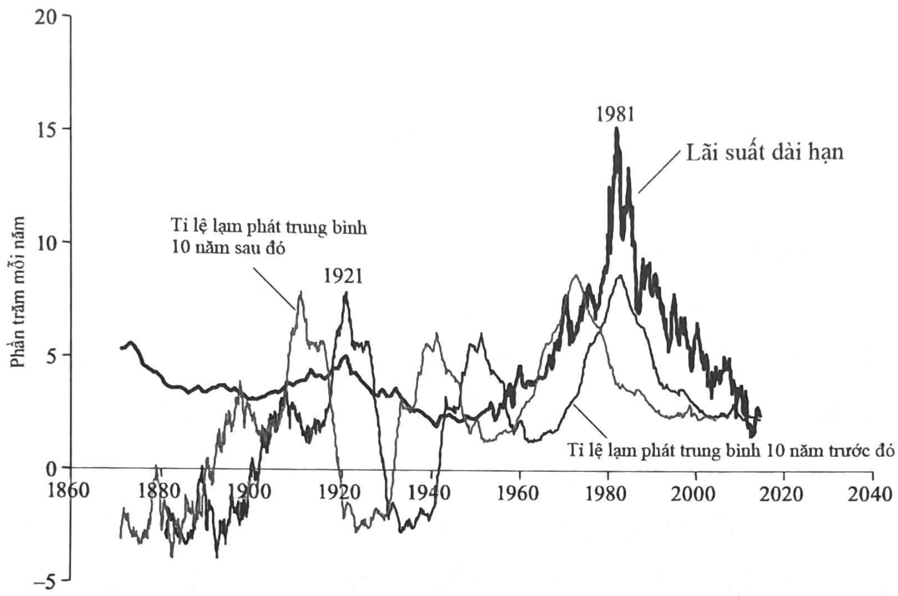
suất thấp, vẫn trông có vẻ như một bong bóng, và cũng sẽ có tiềm năng vỡ trong tương lai, đặc biệt là khi gói nới lỏng định lượng từ Cục Dự trữ Liên bang (FED) đã bị thu hồi và lạm phát dường như sẽ tăng. Nhìn đại thể, với cái nhìn đầy tiêu cực về "bình thường mới" hay "trung lập mới" của mình, Bill Gross cho rằng khả năng xảy ra sụp đổ thấp hơn tôi nghĩ, nhưng ông đúng khi cho rằng thị trường chứng khoán đang bị định giá quá cao – bất cứ khi nào điều này xảy ra sẽ phải so sánh với khả năng các thị trường khác cũng đang bị định giá quá cao.

Lạm phát và lãi suất

Hình 2.1 biểu diễn lợi suất chính phủ Hoa Kỳ dài hạn (lãi suất tín phiếu kho bạc kỳ hạn mười năm từ năm 1953) và những tỉ lệ lạm phát từ năm 1881. Hình này biểu diễn hai tỉ lệ lạm phát. Một là tỉ lệ tăng của chỉ số giá hàng năm (chỉ số giá tiêu dùng từ năm 1913) cho 10 năm trước đó. Tỉ lệ còn lại là tỉ lệ tăng của chỉ số giá hàng năm nhưng cho 10 năm sau đó. Hai đường cong tỉ lệ lạm phát giống nhau nhưng cách nhau 10 năm. Cả hai tỉ lệ này được đưa ra bàn luận ở đây để đi đến một kết luận. Dễ thấy có một tương quan thuận chiều xảy ra đồng thời giữa lợi suất dài hạn và tỉ lệ lạm phát dài hạn trước đó trong hầu hết các thời điểm – đặc biệt là trong nửa thế kỷ gần đây – nhưng dường như không có mối tương quan giữa lợi suất dài hạn và tỉ lệ lạm phát dài hạn trong tương lai. Những tưởng lạm phát trong tương lai có ý nghĩa hơn vì giúp nhà đầu tư nắm bắt thành công của trái phiếu dài hạn bằng cách bảo vệ lợi nhuận thực từ trái phiếu họ đầu tư khỏi bị xói mòn bởi lạm phát trong tương lai, nhưng điều này rõ là trái với thực tế ta đang nhìn thấy. Jeremy Siegel và tôi đã ghi nhận điều này vào năm 1977, và liên kết quan sát này với các miêu tả của các nhà quan sát trước đó là A. H. Gibson vào năm 1923 và John Maynard Keynes vào năm 1930.

Tương quan giữa lợi suất dài hạn và lạm phát dài hạn có thể được quan sát ở Hình 2.1 trong nửa thế kỷ vừa qua không cho thấy giả định đơn giản về lý tính của con người như mong đợi. Nếu nhà đầu tư lý trí

(có kỳ vọng hợp lý), họ nên quan sát tỉ lệ lạm phát trong quá khứ để điều chỉnh nhận định về lợi suất trái phiếu danh nghĩa nhằm dự đoán thành công tương lai. Chúng tôi thấy rằng họ dường như có nhìn về quá khứ, nhưng theo cách khiến họ thất bại khi dự đoán về tương lai.



Hình 2.1

Lãi suất dài hạn và lạm phát của Mỹ, 1871-2014

Lãi suất dài hạn chính phủ Mỹ (đường liền đậm), tỉ lệ lạm phát trung bình 10 năm trước đó (đường liền mỏng), và tỉ lệ lạm phát trung bình 10 năm sau đó (đường xám mỏng). Nguồn: Kết quả tính toán của tác giả dựa trên số liệu đã dùng để vẽ Hình 1.3.

Biến động lợi suất mà chúng ta quan sát thấy ở thị trường trái phiếu dài hạn không thể hiện rõ là sẽ chịu ảnh hưởng từ thông tin của lạm phát trong tương lai hay thông tin lợi suất ngắn hạn trong tương lai. Chúng có thành phần mang tính đầu cơ khó lòng xác định được bằng hành vi lý tính khách quan.

Lãi suất thực

Xuyên suốt các thời kỳ được biểu diễn trong Hình 2.1, nhiều nhà đầu tư có lẽ không có ý niệm gì về mối tương quan giữa lãi suất danh nghĩa và tỉ lệ lạm phát. Mãi đến năm 1895, John Bates Clark, giáo sư kinh tế học tại Đại học Columbia, mới giới thiệu cho thế giới khái niệm lãi suất thực. Ông viết về khái niệm còn mới mẻ lúc bấy giờ vì quan sát thấy có một sự lúng túng trong công chúng khi cả nước đang tranh cãi về chế độ song bản vị (*trong đó bạc và vàng được sử dụng làm tiền tệ lưu hành song song, và cả hai đều có giá trị thanh toán theo một tương quan do Nhà nước ấn định – chú thích của người dịch*). Ông nói rằng, lãi suất thực của một công cụ nợ bằng lãi suất trừ đi tỉ lệ lạm phát trong thời gian hoạt động của công cụ nợ đó cho đến ngày đáo hạn. Nếu tỉ lệ lạm phát cao hơn lãi suất, trái phiếu sẽ đem về cho nhà đầu tư kết quả lỗ vốn, vì sức mua của đồng tiền đã bị giảm đi nhiều hơn khả năng sinh sôi thêm tiền của công cụ nợ đó. Khi bạn tìm kiếm trên Google Ngram (*công cụ trực tuyến cho biết mức độ phổ biến của các từ khóa trong hàng triệu đầu sách của Google – chú thích của người dịch*), cụm từ "lãi suất thực" chưa từng được dùng trước năm 1895, bắt đầu nở rộ từ năm ấy, và chưa thật sự trở thành cụm từ phổ biến cho đến tận những năm 1960 – sau thời gian thai nghén ý tưởng rất dài của ông Clark.

Người ta cho rằng, nếu nhà đầu tư có được thông tin tốt, có đầu óc duy lý, và quan tâm đến lãi suất thực mà họ nhận được, ắt hẳn lãi suất trái phiếu do thị trường quyết định sẽ phải ở một con số cao hơn mức lạm phát. Nhìn vào Hình 2.1, chúng ta có thể thấy điều này chưa từng đúng với Hoa Kỳ, mặc dù, từ những năm 1960, phần nào điều này có vẻ đúng với đường biểu diễn lạm phát trung bình 10 năm trước đó hơn là 10 năm về sau.

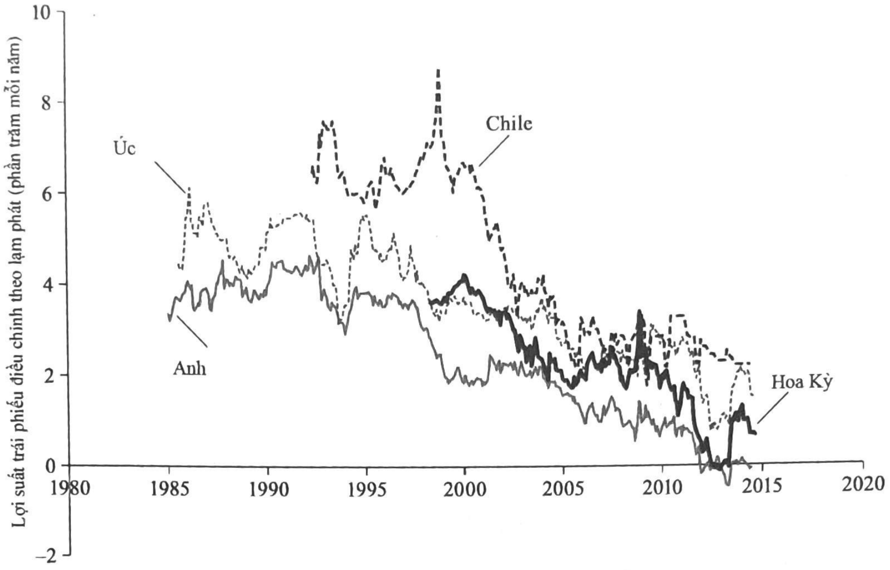
Những chuyển động mạnh mẽ trong lãi suất dài hạn qua thời gian, như quan sát được trên Hình 2.1 từ những năm 1871, là không rõ nét. Rõ ràng mọi người không định giá trái phiếu bằng cách phản ứng với những kỳ vọng hợp lý về tỉ lệ lạm phát trong tương lai. Các lý thuyết gia thường

nói rằng các tỉ lệ như PE của thị trường cổ phiếu phải liên quan chặt chẽ với lãi suất dài hạn thực được kỳ vọng (đã điều chỉnh lạm phát) hơn là lãi suất danh nghĩa, trong khi hầu như chẳng ai hiểu rõ lãi suất thực. Nhưng đó là ta dựa trên giả định rằng các nhà đầu tư thường xem lãi suất danh nghĩa là lãi suất thực.

Thị trường trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát (*inflation-indexed bond market*) là thị trường trực tiếp hé lộ lãi suất thực. Thị trường này chưa từng tồn tại ở bất kỳ quốc gia lớn nào trên thế giới trước năm 1980, nhưng kể từ năm này, chúng bắt đầu xuất hiện. Các trái phiếu này hứa hẹn trả cho nhà đầu tư một lợi nhuận thực cố định. Hình 2.2 biểu diễn hành vi qua thời gian của trái phiếu chính phủ dài hạn điều chỉnh theo lạm phát của bốn quốc gia mà thị trường loại này hoạt động đã nhiều năm.

Tất cả những quốc gia này cho thấy đường xu hướng dài hạn đi xuống đối với lãi suất thực, đến năm 2012 thì xuống đến mức thấp đáng ngạc nhiên. Như ta có thể thấy trên Hình 2.2, trong các dữ liệu gần đây, ở cả Hoa Kỳ và Anh Quốc, lãi suất thực của trái phiếu đã đạt ngưỡng âm. Điều thú vị là vào năm 2012 tại Mỹ, mọi người sẵn lòng thắt lưng buộc bụng trong vòng ba mươi năm vì một lời hứa đảm bảo rằng sẽ lấy về lợi nhuận thực âm. Điều này dường như ảnh hưởng lên thị trường chứng khoán, đẩy nó lên định giá cao hơn. Lý thuyết gia tài chính như John Campbell và Luis Viceira đã ví lợi suất của trái phiếu dài hạn được điều chỉnh như lợi suất thực phi rủi ro, và mọi tài sản rủi ro đem lại lợi suất đều cần so sánh với nó, và đây cũng là yếu tố cần được đưa vào mọi phép tính toán cơ bản của các nhà đầu tư dài hạn.

Nhưng đa phần nhà đầu tư dường như không thấy cốt lõi của lợi suất trái phiếu điều chỉnh mà các lý thuyết gia gán cho nó. Thậm chí họ dường như không hiểu rằng sự điều chỉnh theo lạm phát bảo vệ họ khỏi nguy cơ giá cao, mà đôi khi họ nghĩ sự điều chỉnh này tạo ra một mối nguy khiến cho giá trị danh nghĩa của họ sẽ thấp hơn. Đường đi xuống không phản ánh sự lên xuống của thị trường chứng khoán nữa mà là lợi suất danh nghĩa trong quá trình này.



Hình 2.2

Lợi suất trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát ở bốn quốc gia, 1985-2014

Anh Quốc: lợi suất trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát trong hai mươi năm từ tháng 1 năm 1985 đến tháng 6 năm 2014; Úc: lợi suất trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát mười năm từ tháng 7 năm 1985 đến tháng 7 năm 2014; Chile: lợi suất trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát mười năm từ tháng 4 năm 1992 đến tháng 5 năm 2014; Hoa Kỳ: lợi suất trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát ba mươi năm từ tháng 4 năm 1998 đến tháng 8 năm 2014. Nguồn: Global Financial Data https://www.globalfinancialdata.com/index.html.

Bất hạnh thay, ngay cả khi có số liệu này trong tay, đặc biệt là thông số của trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát những năm gần đây, ta vẫn không rõ cộng đồng đầu tư đại chúng nghĩ gì về lợi nhuận kỳ vọng thực tế của họ trên các tài sản an toàn. Khi từng quốc gia trong Hình 2.2 ra mắt thị trường trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát, sự đón nhận của công chúng phải nói là hờ hững. Thị trường trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát đã phát triển cũng hơn vài thập niên, nhưng nó chỉ dần trở thành quan trọng khi so sánh với thị trường của các trái phiếu truyền thống

không điều chỉnh để có thể thuyết phục công chúng về giả thuyết của các lý thuyết gia. Và do vậy, về nguyên tắc, chỉ có một số cơ quan chính phủ chịu trách nhiệm đấu giá có thể ảnh hưởng giá của trái phiếu chống lạm phát bằng cách chỉnh sửa giá đề nghị. Việc hầu hết mọi người đơn giản là lờ đi thị trường trái phiếu điều chỉnh, không hiểu được tầm quan trọng của thị trường này quả là một khúc mắc trong kinh tế học hành vi.

Tuy nhiên, rõ ràng rằng giá của cả thị trường trái phiếu danh nghĩa và trái phiếu điều chỉnh theo lạm phát đã đạt mốc rất cao, và nó phải là một phần trong suy nghĩ của chúng ta về thị trường chứng khoán. Vẫn còn không rõ điều này có ý nghĩa gì trong tương lai. Một vài nhà quan sát có đề cập đến "bong bóng thị trường trái phiếu" có thể nổ tung vào năm 2014 – năm quyển sách này được viết ra, mặc dù dường như đây không phải là một bong bóng kinh điển được miêu tả trong quyển sách này, vì kỳ vọng lợi nhuận dài hạn đang rất thấp chứ không cao như mọi người mong đợi nhìn thấy trong thời bong bóng. Nhưng có những xu hướng của thị trường trái phiếu mang dáng dấp của bong bóng.

Giáo sư Jeremy Stein của Đại học Harvard, trong một bài phát biểu cuối cùng của ông khi còn ngồi ghế Thống đốc Cục Dự trữ Liên bang vào năm 2014, trình bày mối quan ngại của ông về bong bóng thị trường trái phiếu, mặc dù ông không phải người khai sinh thuật ngữ này. Ông nói về sức nóng trong thị trường tín dụng và cảnh báo về những hậu quả kinh tế nếu lợi suất trái phiếu đột ngột điều chỉnh đi lên (giá trái phiếu điều chỉnh đi xuống); ông lo ngại về các hậu quả kinh tế của sự điều chỉnh như thế.

Hẳn là phải có một yếu tố văn hóa khó nắm bắt nào đó khiến mọi người đầu tư vào trái phiếu ở thời điểm lợi nhuận của họ thấp hoặc âm trong khi thị trường chứng khoán đang rất hấp dẫn. Một vài yếu tố xúc tác cho sự bùng nổ thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất sẽ được bàn ở Chương 4 có thể phần nào áp dụng vào thị trường trái phiếu. Lợi suất trái phiếu đang giảm cũng đã tạo lợi nhuận cho các nhà đầu tư trái phiếu trong thập niên vừa qua, làm cho trái phiếu trông như một công

cụ thành công ngay cả khi nó đảm bảo sẽ không hiệu quả trong thời gian chờ đến ngày đáo hạn. Lợi nhuận cực thấp hoặc âm sau khủng hoảng tài chính 2007-2009 có thể cũng kích hoạt một phản ứng bỏ chạy vào thời khủng hoảng tài chính, điều đó không khớp với mô hình lý thuyết thông thường. Phản ứng đó sẽ đi đến đâu trong tương lai vẫn là một dấu hỏi. Thật sự có lý do để quan ngại về các hiệu ứng kinh tế lan rộng tại điểm kết thúc của xu hướng đi xuống kéo dài hàng chục năm của lợi suất dài hạn thực, và theo đó là cú trượt giá của trái phiếu dài hạn.

Bây giờ chúng ta sẽ đến với lớp tài sản thứ ba trong ba tài sản chính, thị trường bất động sản, và sẽ lại nhìn thấy tầm quan trọng của hành vi đầu cơ của con người quyết định giá thị trường thế nào. •

CHƯƠNG 03

THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN DƯỚI GÓC NHÌN LỊCH SỬ

Động lực tâm lý con người vốn dẫn dắt thị trường chứng khoán và thị trường trái phiếu trong nhiều năm cũng có tiềm năng ảnh hưởng lên các thị trường khác. Thị trường bất động sản, đặc biệt là nhà ở, dường như tạo thành những đợt bùng nổ đầu cơ nhiều lần trong lịch sử, vì xu hướng tâm lý tập trung mạnh vào giá cả của nơi ở mà chúng ta thấy mỗi ngày và căn nhà nơi ta sống, và bởi vì giá nhà là một chủ đề thường gặp trong cuộc nói chuyện hàng ngày. Tuy nhiên thị trường bất động sản có những điểm khác biệt quan trọng với thị trường chứng khoán và trái phiếu.

Giá nhà tăng nhanh trong năm năm đầu của thế kỷ 21 ở các thành phố tại Úc, Canada, Trung Quốc, Pháp, Hồng Kông, Ireland, Ý, New Zealand, Na Uy, Nga, Nam Phi, Tây Ban Nha, Anh và Mỹ. Một đợt bùng nổ xây dựng nghẹt thở đã diễn ra tại Trung Quốc. Bùng nổ bất động sản không diễn ra ở mọi nơi, nhưng diễn ra ở những địa điểm khác nhau. Nhiều đợt bùng nổ đã đi đến hồi cáo chung là sụp đổ. Những lần sụp đổ đó thai nghén cho cuộc khủng hoảng kinh tế đạt đỉnh vào năm 2009, và từ đó thế giới vẫn rỉ máu, mãi đến thời điểm viết quyển sách này vào năm 2014.

Bùng nổ bất động sản thật sự cũng kỳ bí và khó hiểu như bùng nổ thị trường chứng khoán vậy. Khi chúng xảy ra, luôn có những lời giải thích danh tiếng dành cho chúng, và lời giải thích thì không cần phải đúng.

Những lời giải thích thao thao bất tuyệt ấy đã làm nền cho sự tăng giá ở nhiều nơi kể từ những năm cuối thập niên 1990. Một trong những

lời giải thích là áp lực gia tăng dân số đã đến mức chúng ta cạn kiệt đất đai, và do đó giá nhà phi thăng. Nhưng từ cuối thập niên 1990, chúng ta không bị cạn kiệt đất đai do dân số tăng chậm và ổn định. Một giả thuyết khác là những chất liệu làm nên căn nhà – sức lao động, gỗ, xi măng, thép – đang có sức cầu rất mạnh nên chúng trở nên đắt giá. Nhưng chi phí xây dựng không hề nằm ngoài xu hướng dài hạn. Một lời giải thích ba hoa khác là bùng nổ bất động sản bắt nguồn từ việc cắt giảm lãi suất được thực thi ở nhiều quốc gia nhằm vực dậy nền kinh tế toàn cầu suy yếu. Nhưng mặc dù lãi suất thấp rõ là một yếu tố góp phần, các ngân hàng trung ương đã từng nhiều lần cắt giảm lãi suất trong quá khứ, và những hành động đó chưa bao giờ gây nên những cuộc bùng nổ như thế này.

Vậy điều gì đã gây ra cảnh bùng nổ và sụp đổ thị trường bất động sản diễn ra ở nhiều nơi trên thế giới như thế? Chúng ta cần phải hiểu rõ hiện tượng này. Nhiều người lo lắng rằng bùng nổ giá nhà ở những khu vực này sẽ kết thúc tồi tệ đến mức thảm họa như đợt bùng nổ giá đất thành thị tại Nhật những năm 1980, khi ấy giá trị thật của đất giảm kéo dài đến hơn một thập niên sau khi đạt đỉnh. Nhưng việc hiểu rõ động thái chuyển dịch giá và điều chúng tiên báo là một vấn đề khó khăn, mà giải pháp cho nó sẽ được đưa ra ở nhiều phần trong quyển sách này.

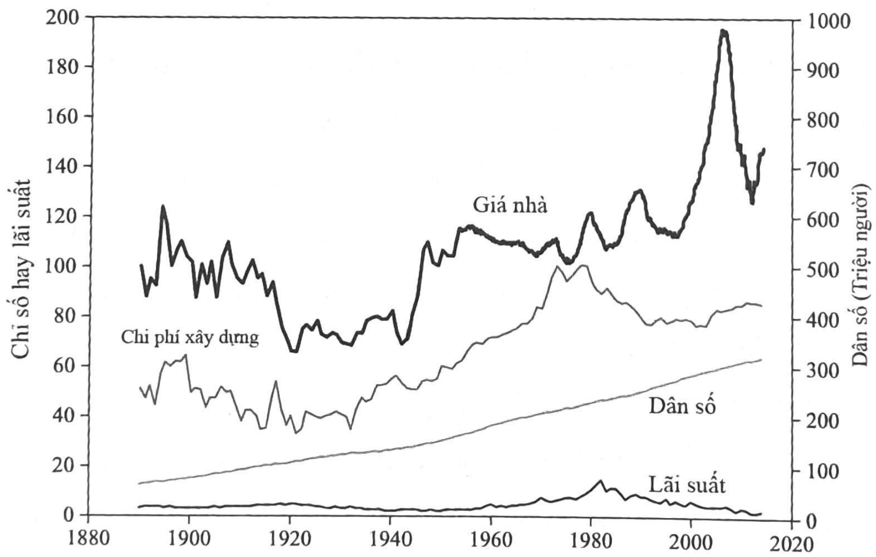
Đối với người mới bắt đầu, tôi muốn đặt các sự kiện gần đây vào một góc nhìn lịch sử lâu dài hơn. Có phải tình huống hiện tại là mới, hay chúng ta đã có hàng mớ những ví dụ tương tự như vậy? Liệu có thật sự tồn tại một xu hướng giá nhà đi lên mạnh mẽ và ổn định trong thời gian dài như rất nhiều người có đầu óc bùng nổ nói, hay đó chỉ là tưởng tượng của họ mà thôi? Lịch sử nói gì với ta về khởi nguồn của các đợt bùng nổ bất động sản? Một kết luận quan trọng của chương này là đầu cơ giá nhà đang được thiết lập vững chãi hơn bao giờ hết với tầm cỡ quốc gia hay thậm chí quốc tế.

Lịch sử lâu dài của giá nhà

Tôi đã xây dựng nên chỉ số giá nhà ở Mỹ truy ngược về đến năm 1890

bằng cách liên kết các chuỗi giá trị có sẵn khác nhau vốn được thiết kế để ước tính giá nhà tiêu chuẩn và bất biến, cùng chỉ số khác mà phụ tá nghiên cứu của tôi đã hoàn thiện dưới sự hướng dẫn của tôi để đắp khoảng trống số liệu từ năm 1934 đến năm 1953. Hình 3.1 biểu diễn giá nhà cùng với chi phí xây dựng, dân số Hoa Kỳ, và lãi suất dài hạn từ năm 1890.

Chỉ số giá nhà mà chúng tôi tổng hợp và dựng thành biểu đồ không hoàn hảo, và tôi hy vọng một ngày nào đó có thể cải tiến nó, nhưng đến giờ, dường như đây là dữ liệu tốt nhất có thể tổng hợp trong một khoảng thời gian dài đến vậy. Lạ kỳ là khi biểu đồ này ra mắt độc giả lần đầu vào năm 2005, chưa từng có chuỗi giá nhà lâu đến vậy được xuất bản ở bất kỳ quốc gia nào. Vào thời điểm ấy, không một chuyên gia bất động sản nào mà tôi nói chuyện có thể viện dẫn cho tôi nguồn thông tin tham khảo. Thế nên, sự đón nhận bảng tổng hợp giá nhà tại thời điểm xuất bản ấn bản thứ hai của quyển sách này vào năm 2005 tỏ ra nhanh đến bất thường đã thu hút nhiều chú ý.



Hình 3.1

Giá nhà Mỹ, Chi phí xây dựng, dân số, và lãi suất, 1890-2014

Đường đậm (trục tung bên trái): chỉ số giá nhà thực (đã điều chỉnh lạm phát), 1890 = 100, đối với nước Mỹ, do tác giả tính toán từ nhiều nguồn dữ liệu thô về giá nhà; đường mảnh nằm trên (trục tung bên trái): chỉ số chi phí xây dựng thực (đã điều chỉnh lạm phát), 1970 = 100, do tác giả tính toán từ hai chỉ số chi phí xây dựng được công bố; đường mảnh nằm giữa (trục tung bên phải): dân số Hoa Kỳ tính theo đơn vị triệu người, nguồn: US Census; đường mảnh nằm dưới (trục tung bên trái): lãi suất dài hạn được tác giả tính toán từ hai nguồn A History of Interest Rates (Sidney Homer và Richard Sylla) và The real rate of interest from 1800-1990 (Jeremy J.Siegel).

Quý độc giả hẳn sẽ để ý sự thay đổi đột ngột của giá nhà từ cuối thập niên 1990. Giá nhà đột nhiên tăng mạnh như tên lửa trong giai đoạn cuối thập niên 1990 cho đến năm 2006, cũng là thời gian thị trường chứng khoán trong thời kỳ Bùng nổ thiên niên kỷ. Chịu cùng kết cục với thị trường chứng khoán, thảm họa cũng ập đến với thị trường bất động sản vào năm 2006, đánh sập các công ty được chính phủ bảo trợ như Fannie Mae and Freddie Mac; những công ty cho vay mua nhà khổng lồ Countrywide Financial và Washington Mutual; cùng các tổ chức tài chính Bear Stearns, Merril Lynch, và Lehman Brothers. Và vào năm 2008, nó đã tạo nên cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất lịch sử kể từ Đại khủng hoảng vào thập niên 1930.

Đà tăng giá nhà trong giai đoạn 1998-2006 (cùng với Bùng nổ xã hội sở hữu) xuất hiện ngay trước khủng hoảng tài chính có thể được xem là nguyên nhân sau cùng gây nên đợt khủng hoảng này. Giá nhà thực ở Mỹ tăng 85% từ năm 1997 đến năm 2006. Dĩ nhiên giữa những nơi khác nhau có sự chênh lệch về mức độ tăng, nhưng con số chung 85% quả là đáng kể. Con số này chẳng là bao so với mức tăng gấp ba lần của thị trường chứng khoán giữa năm 1995 và năm 2000, nhưng khi ta nhìn vào lịch sử giá nhà dài hạn thì con số 85% thật sự rất ấn tượng. Nếu chỉ nhìn diễn biến giá trong vài năm gần đây ta sẽ không thấy điều bất thường của

bùng nổ bất động sản đầu những năm 2000. Trong lịch sử Mỹ, chỉ có một giai đoạn khác có hình ảnh như thế, đó chính là thời kỳ sau Chiến tranh thế giới thứ II. Tuy nhiên, sự sụt giảm theo sau đợt bùng nổ gần đây nhất gây ấn tượng mạnh hơn.

Sau năm 1998, giá nhà tăng nhanh hơn mức tăng thu nhập, và điều này làm dấy lên các mối quan ngại về sự ổn định trong dài hạn của giá nhà, đặc biệt là những bang có nền kinh tế không ổn định. Theo S&P và chỉ số giá nhà S&P/Case-Shiller, tương quan giữa chi phí mua nhà và đi thuê ở Mỹ tăng gấp đôi từ năm 1997 đến năm 2006 và sau đó rơi gần về mức cũ từ năm 2006 đến năm 2013.

Tuy nhiên, khi nhìn vào biểu đồ trước vùng đỉnh năm 2006, chúng ta có cảm tưởng rằng hồi cáo chung hẳn còn xa lắm và rằng đà tăng giá nhà từ 1997 rất nhanh và rất đều, cứ như thể nó sẽ còn tiếp tục đà này trong nhiều năm nữa. Sự gia tăng đều đặn của đà tăng từ năm 1997 đến năm 2006 với năm sau cao hơn năm trước và tốc độ tăng ngày một nhanh hơn, gợi ý rằng giá nhà sẽ còn tiếp tục gia tăng.

Sao giá nhà lại dễ dự đoán như thế được? Chẳng phải rất khó để dự đoán giá đầu cơ hay sao, và lẽ ra giá đầu cơ phải vẽ nên một đồ thị mang tính ngẫu nhiên? Thực ra các phân tích thống kê đã xác nhận giá nhà ở một chừng mực nào đó có thể dự đoán. Tính chất có thể dự đoán của giá nhà không được khai thác mạnh bởi "đồng tiền thông minh" như ở thị trường chứng khoán. Sự lấn sân vào thị trường nhà ở dành cho một hộ gia đình của tập đoàn Blackstone và các tổ chức đầu tư khác cho đến thời điểm viết quyển sách này vẫn chỉ chiếm một phần bé nhỏ của toàn thị trường. Cơ hội kiếm lời bằng việc mua đúng thời điểm không có sẵn cho các nhà lướt sóng như hoạt động trong thị trường chứng khoán bởi vì chi phí vào và ra thị trường nhà đất là không nhỏ. Đối với hầu hết mọi người, canh thời điểm mua nhà để tận dụng được xu hướng giá thật không dễ.

Nhưng cũng đừng quá thổi phồng khả năng dự đoán giá nhà. Các nghiên cứu thống kê của chúng tôi về mô hình dự đoán giá nhà cho thấy khoảng một nửa các biến số ảnh hưởng đến giá nhà có thể đoán trước

một năm. Một nửa số biến có vẻ như rất nhiều, nhưng vẫn còn nhiều thứ cần giải thích. Nhìn lại số liệu, người ta sẽ phải nói rằng, nếu lấy một cây bút chì để ngoại suy xu hướng gần đây của giá nhà ở Hoa Kỳ thì người ta vẫn thực sự không chắc mức giá sẽ ở đâu sau một năm. Thật khó để đánh giá liệu xu hướng sẽ tăng lên hay chậm lại và khi nào nó có thể dừng lại hoàn toàn để rồi sau đó đảo ngược. Hơn nữa, nếu kéo dài thời gian dự báo trong năm đến mười năm, ta gần như không biết giá cả sẽ đi về đâu. Và đó là những dự báo dài hơi liên quan mật thiết đến người mua nhà, những người mong đợi được sống trong ngôi nhà của họ trong nhiều năm.

Ngoại suy (*extrapolation*) là phương pháp ước tính giá trị (tương lai) chưa biết dựa vào các giá trị (quá khứ) đã biết (trong phân tích dãy số thời gian). Phương pháp ngoại suy gắn với việc dự báo giá trị của biến phụ thuộc dựa vào giá trị của biến độc lập nằm ngoài các giá trị quan sát được của nó – chú thích của người dịch.
Nguồn: Từ điển Kinh tế học

Chúng ta muốn "ôn cố tri tân". Rủi thay ta lại không thật sự nắm trong tay bất kỳ đợt bùng nổ giá nhà Mỹ nào để nghiên cứu, ngoại trừ giai đoạn ngay sau Thế chiến thứ II mà đợt đó lại khác biệt về bản chất so với đợt bùng nổ giá nhà gần đây. Chúng ta chỉ quan sát được một lần sụp đổ đầu cơ giá nhà ở Mỹ sau năm 2006, và thật khó để rút tỉa được gì từ trải nghiệm này. Điều này đưa ra một song đề nan giải cho các nhà thống kê muốn có dữ liệu khoa học cho dự báo của họ.

Rõ ràng là chẳng có hy vọng giải thích giá nhà của Mỹ bằng cách đơn thuần dựa trên chi phí xây dựng, dân số hay lãi suất như biểu diễn trên Hình 3.1. Mẫu hình thay đổi từ năm này sang năm khác của giá nhà không tạo thành một mối tương quan với bất kỳ yếu tố nào kể trên.

Không yếu tố nào có thể giải thích sự ảnh hưởng "vút cao như tên lửa cất cánh" bắt đầu từ năm 1998. Chi phí xây dựng gần như đi ngang hoặc thậm chí đi xuống kể từ năm 1980 mà không có sự phá vỡ xu hướng nào đáng kể. Tăng trưởng dân số ổn định. Còn lãi suất tuy giảm nhưng đà giảm lãi suất dài hạn khá đều từ đầu thập niên 1980.

Cũng hiển nhiên không kém, từ so sánh giữa giá nhà ở Hình 3.1 và thị trường chứng khoán ở Hình 1.1 tại Hoa Kỳ, đợt bùng nổ thị trường chứng khoán hầu như không ảnh hưởng đến giá nhà. Ngoại lệ khả dĩ là đợt bùng nổ thị trường bất động sản gần nhất, bắt đầu vào khoảng năm 1998, một vài năm sau bước nhảy vọt đột ngột của thị trường chứng khoán vào khoảng năm 1995. Có lẽ ít nhất cũng có vài xu hướng giá nhà phản ứng với thị trường chứng khoán: một nghiên cứu gần đây của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế về giá nhà ở mười ba quốc gia công nghiệp hóa đã kết luận rằng đỉnh thị trường nhà đất thường theo sau đỉnh thị trường chứng khoán với độ trễ trung bình là hai năm.

Để hiểu rõ sự khác biệt của diễn biến giá nhà gần đây, ta cần phải so sánh nó với lịch sử lâu dài. Hình 3.1 cho thấy giá nhà thực nhìn chung là giảm từ năm 1890 đến năm 1940. Đồ thị cho thấy có sự dao động giá nhà trước Chiến tranh thế giới thứ I, nhưng nỗ lực của chúng tôi nhằm tìm các bằng chứng ủng hộ biến động rõ nét đó bằng cách lục tìm trong các tờ báo cũ vào thời điểm đó không đem lại kết quả gì rõ rệt. Chúng tôi nghi ngờ vài biến động giá ở những năm đầu tiên được biểu diễn trên Hình 3.1 chỉ là kết quả sai số lấy mẫu và không phản ánh sự thay đổi thực sự của giá nhà. Tôi sẽ trở lại ở Chương 7 với những câu chuyện về diễn biến giá nhà từ thời đại mà ta có thể bắt đầu hiểu được. Nhưng bây giờ, chúng ta nên ghi nhận xu hướng giá thực đi xuống và sự thiếu vắng các đợt bùng nổ thị trường nhà đất trước năm 1940.

Cuối thế kỷ 19 đến đầu thế kỷ 20, người ta ghi nhận nhiều bong bóng địa phương xoay quanh việc xây cất cao tốc, kênh đào, và đường ray, các bong bóng này không xuất hiện trong con số quốc gia trong biểu đồ của chúng tôi. Đó là khi giá nhà đất xung quanh các công trình trở nên giá trị

hơn như một điều khá hiển nhiên. Ngay cả khi thời gian trôi đi, khi đất đai trở nên thừa mứa đến nổi ai cũng có thể mua được, ở một nơi nào đó với giá một đô la trên một mẫu Anh trị giá, ta cũng có thể chứng kiến bong bóng bất động sản. Nếu giá đất tăng lên hai đô la mỗi mẫu đất gần đường ray xe lửa, khoản đầu tư nay đã nhân đôi giá trị, và sự giàu có bất ngờ này là sức hút với các nhà đầu tư. Bong bóng bất động sản trên diện khu vực chẳng còn gì mới cả.

Giá nhà sụt nhanh sau Thế chiến thứ I ắt hẳn có liên quan với đại dịch cúm 1918-1919, ảnh hưởng đến 28% người dân Mỹ, làm chết 675.000 người. Đại dịch này giữ chân mọi người tại nhà và không đi tìm kiếm nhà mới. Trận dịch đã gây thương tổn nghiêm trọng đối với nền kinh tế và cũng khiến mọi người xa rời chủ đề nhà đất quen thuộc. Ngoài ra còn có một đợt suy thoái tồi tệ đến bất thường vào giai đoạn 1920-1921.

Đáng chú ý là không hề có bùng nổ giá nhà đi cùng đợt bùng nổ thị trường chứng khoán Những năm tháng huy hoàng 1920. Bong bóng nhà đất Florida thập niên 1920 không đủ lớn để tạo nên biến động trong số liệu toàn quốc. Giá nhà không tăng cùng thị trường chứng khoán và cũng chẳng sụp đổ vào năm 1929. Tuy nhiên, có một sự sụt giảm giá nhà danh nghĩa sau năm 1929; khi ấy giá nhà sụt giảm cùng tốc độ với chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Sự sụt giảm giá nhà danh nghĩa, khi khoản vay mua nhà không được điều chỉnh theo lạm phát, khiến nhiều chủ nhà rơi vào cảnh giá trị nhà nhỏ hơn dư nợ khoản vay, do đó làm tăng số tiền phải trả hàng tháng. Thêm vào đó, tỉ lệ thất nghiệp cao trong thời kỳ Đại suy thoái đồng nghĩa với việc nhiều người không thể thanh toán các khoản nợ ngắn hạn, dẫn đến vỡ nợ và mất đi nhà của mình. Nhưng chúng ta không nên nhầm lẫn khủng hoảng nhà đất những năm 1930 với việc sụt giảm giá nhà thực. Giá nhà thực cho thấy sự ổn định đáng nể suốt cả chu kỳ lên xuống của thị trường chứng khoán xung quanh năm 1929.

Giai đoạn này làm nền dẫn chúng ta đến với một thời kỳ đặc sắc của giá nhà toàn quốc tính đến hiện tại: giá nhà tăng nhanh đi cùng với kết thúc Thế chiến thứ II. Rõ ràng có một sự gia tăng đáng kể giá nhà thực, ít

nhất là ở các thành phố lớn vào thời điểm đó, mặc dù mức độ chính xác của sự gia tăng này chưa được tính toán đúng mức.

Người ta cho rằng giá nhà không có vẻ gì là tiền đề cho bong bóng đầu cơ vì nó không vượt quá điểm cân bằng thị trường mới hậu chiến tranh, và cũng không có dấu hiệu cho thấy giá nhà sẽ sụp đổ. Các tờ đặc san thị trường nhà đất không dùng thuật ngữ bong bóng nhà đất, họ cũng không đưa lên trang chủ các câu chuyện người mua nhà điên cuồng mua sắm, như những gì chúng ta đọc được vào đầu những năm 2000. Câu chuyện mà mọi người đọc được trên báo chí sau Thế chiến thứ II khác hơn một tí.

Giới nghiêm của Chính phủ đã hạn chế nặng nề nguồn cung nhà mới trong thời Thế chiến thứ II. Sau chiến tranh, những binh sĩ trở về muốn thành gia lập thất; họ đang trên đường tạo nên thế hệ Baby Boom (*hay thời kì bùng nổ trẻ sơ sinh, một người được gọi là Baby Boomer khi sinh vào giai đoạn 1946-1964 ở Anh, Mỹ, Canada và Australia – chú thích của người dịch*). Giá nhà hiện hữu thực sự bắt đầu tăng sau năm 1942, trước khi chiến tranh kết thúc, nhiều khả năng do mọi người tiên liệu sẽ thiếu hụt nguồn cung trong thời gian sắp tới. Nhưng, mặc dù nhu cầu tăng cao sau chiến tranh, thật sự lại chẳng có cơn cuồng mua nào, vì vào thời bấy giờ, suy nghĩ chung của mọi người là ngành xây dựng sẽ nhanh chóng tăng trữ lượng nhà ở sớm thôi.

Đạo luật Tái Điều chỉnh Cựu Binh năm 1944, còn được biết dưới tên gọi khác là Đạo luật G.I, lập tức ra mắt chính sách hỗ trợ chi phí mua nhà cho mười bảy triệu người. Chính sách hỗ trợ của chính phủ không lụi tàn trong thời gian ngắn, do đó giúp giá nhà ổn định ở mức cao. Nhưng tình cảnh này diễn ra trong bối cảnh người Mỹ đồng lòng, và nó không bao giờ kích hoạt được bầu không khí đầu cơ. Tổng thống Franklin Roosevelt nói rằng Đạo luật G.I. là minh chứng cho "sự cảm thông chia sẻ với những người con trai và con gái của nước Mỹ đã tham gia lực lượng quốc phòng rằng người Mỹ không làm cho họ thất vọng". Những người mua nhà giá cao thời hậu chiến là những người cảm thấy họ không thể đợi thêm nữa

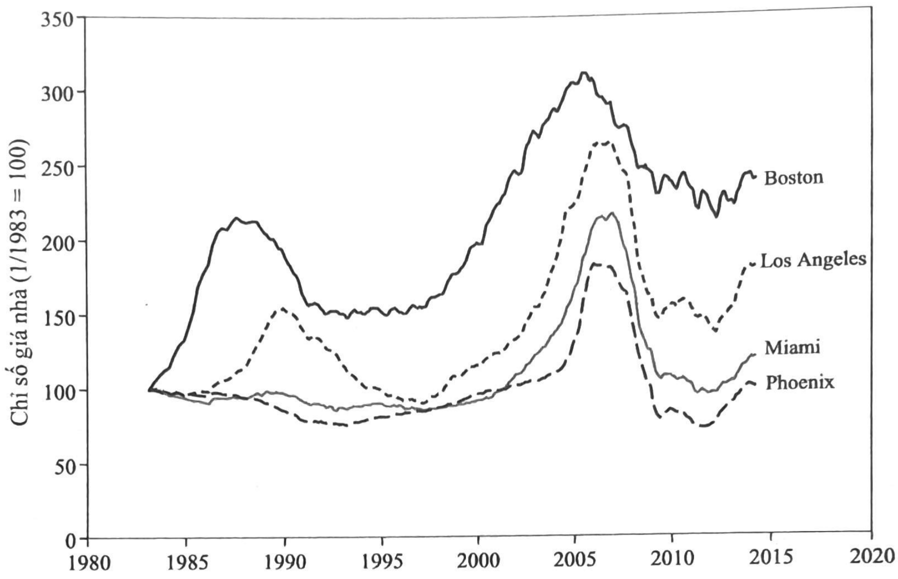
để an cư trong ngôi nhà mới, họ không phải là người đầu cơ mong đợi giá còn lên cao nữa. Những người khác thì đơn thuần tìm kiếm một nơi ở tạm và chờ đợt một đợt sụt giảm giá nhà (không bao giờ đến) hoặc đợi đến khi khoản tiết kiệm của họ dày lên đến mức họ có đủ khả năng mua nhà. Thật ra sau Thế chiến thứ I, giá nhà thực đã trải qua thời kỳ giảm kéo dài, điều này cũng làm xoa dịu bất kỳ mối lo ngại đầu cơ. Mọi người hẳn nhớ về giai đoạn sau Thế chiến thứ II. Mối lo phổ quát thời bấy giờ là Đại khủng hoảng 1930 có thể xuất hiện lại sau tác nhân kích thích chiến tranh kết thúc, làm chệch đi bất kỳ lo lắng nào về giá nhà sẽ tăng cao.

Dường như mọi người thời bấy giờ chẳng sợ bị ép giá trên thị trường, và họ đã không lường trước được rằng giá nhà sẽ tăng. Họ trông đợi những công trình mới sẽ ngăn không cho giá tăng – và thật sự, số nhà mới xây tăng từ 14.000 căn trong năm 1944 lên đến 1.952.000 căn được xây mới trong năm 1950. Mặc dù lượng cung khổng lồ không ngăn được giá tăng, dường như thời đó mọi người đều hiểu rằng lượng cung có thể trung hòa được giá nhà.

Mọi chuyện đã rất khác trong thế kỷ này. Chúng ta ngày càng cảm thấy lo lắng và bất an hơn, và thị trường đôi khi lại có những cơn biến động, cả thị trường chứng khoán lẫn nhà đất. Trước cuộc bùng nổ sau năm 1997, có vài đợt khởi phát giả (có thể nói là không bùng lên nổi), một trận vào cuối những năm 1970 và một trận vào cuối những năm 1980. Thực tế cũng có một đợt bùng phát trên diện khu vực nhưng chưa đủ mạnh để lan rộng cả nước. Đợt bùng nổ năm 1970 hầu như chỉ giới hạn trong vùng California, và đợt bùng nổ năm 1980 diễn ra cả ở bờ Đông và bờ Tây.

Hình 3.2 biểu diễn giá nhà thực ở bốn thành phố ở Hoa Kỳ. Giá nhà ở Boston và Los Angeles đã đi qua hai đợt biến động đầy kịch tính, và ở cuối giai đoạn lấy mẫu được biển diễn trên hình, giá đã tăng lên. Nhưng tình hình lại trái ngược ở Miami và Phoenix, hai thành phố này hoàn toàn mất dấu trong hai cuộc bùng nổ. Boston vẫn giữ được giá sau khi tăng, vào năm 2014, giá nhà ở đây vẫn giữ mức gấp đôi giá trị thực năm

1983, nhưng giá nhà thực ở Miami và Phoenix lại chẳng có thay đổi giữa hai năm 1983 và 2014.



Hình 3.2

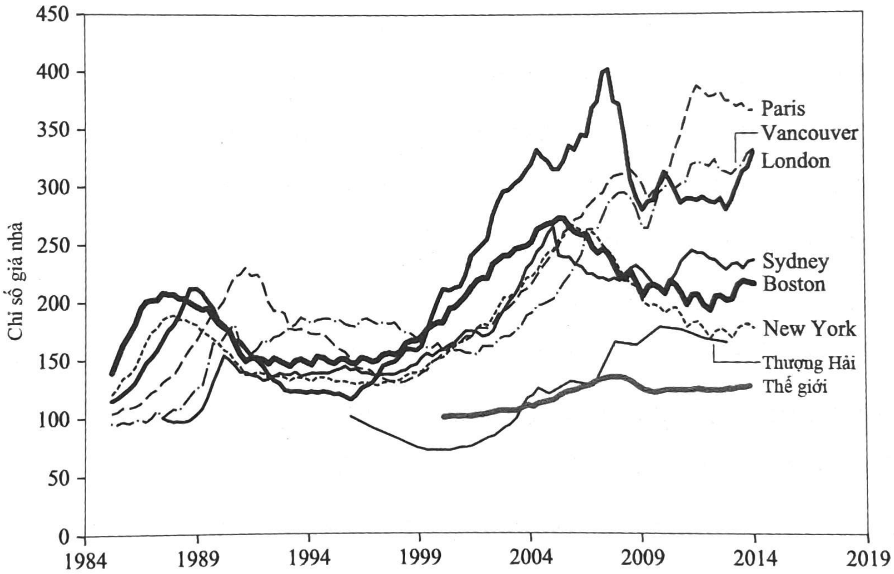
Giá nhà trong mẫu thu thập số liệu các thành phố ở Hoa Kỳ theo quý, 1983-2014

Nguồn: Chỉ số giá nhà S&P/Case-Shiller, bù lạm phát bởi chỉ số giá tiêu dùng Mỹ, cục thống kê lao động Hoa Kỳ, và được điều chỉnh lại kích thước với số liệu năm 1983 = 100.

Người ta thường nói không có thị trường nhà ở cấp quốc gia tại Hoa Kỳ, chỉ có thị trường cấp khu vực. Tuyên bố này đúng phần nào, nhưng nó không hoàn toàn đúng và ngày càng trở nên sai nhiều hơn. Trong khi nhiều thị trường ở Hoa Kỳ rất ổn định và theo xu hướng, có những thị trường đang chuyển động nhanh chóng vào giữa những năm 2000 khiến thị trường nhà đất cấp quốc gia bắt đầu có dấu hiệu của sự sống, và nó ngày càng trở nên sinh động hơn.

Giai đoạn giá nhà tăng vào năm 1998 ở Mỹ chỉ tập trung ở một số bang và khu vực đô thị, và tại những nơi này, có nhiều câu chuyện về

tương quan giữa tâm lý học và các đợt bùng nổ. Câu chuyện phổ quát tại nước Mỹ trong giai đoạn bong bóng 2000-2006 là những cú đấu thầu nhà hung hãn đến mức tuyệt vọng, của những người bán nhà ngay ngày đầu tiên trên thị trường với giá chỉ nhỉnh hơn giá chào mua một tí, của những người mua nhà hối hả muốn đánh bại thị trường – họ mua những căn nhà mà đôi khi họ khó có cơ hội được nhìn thấy tận mắt. Người ta sợ giá nhà sẽ nhanh chóng vượt quá khả năng mua của họ và họ có thể sẽ chẳng bao giờ kiếm đủ để mua nhà, và thế là họ đặt cược vào nhà đất. Nhưng tại các thành phố khác, những nơi không có lịch sử biến động giá nhà, lại chẳng có những câu chuyện như thế, và các nhà đầu tư cũng ít phản ứng với sự thay đổi của giá nhà.



Hình 3.3

Giá nhà ở các thành phố lớn trên thế giới và giá toàn cầu theo quý, 1985-2014

Nguồn: Boston (1/1983 = 100, đường đậm) và New York (1/1983 = 100, đường đứt khúc): S&P/Case-Shiller (Fiserv, CoreLogic); London (1/1983 = 100, đường đậm): Halifax; Paris (1/1983 = 100, đường đứt khúc) giá căn hộ trên mỗi mét vuông ở Paris: Indice Notaire INSEE từ năm 1991, trước năm 1991 Chambre des Nostaires de Paris, dữ liệu của

Philippe Trainar, Fédération Française des Sociétés d'Assurances; Thượng Hải (1/1995 = 100, đường mảnh liền): Hệ thống chỉ số bất động sản Trung Quốc từ năm 2003 được liên kết với chỉ số giá nhà sang tay của eHomeday từ năm 2003; Sydney (2/1986 = 100, đường liền): Ủy ban thống kế Úc; Vancouver (1/1983 = 100, đường chấm gạch): chỉ số đến năm 2004 lấy từ dữ liệu của Tsur Somerville, University of British Columbia, liên kết với chuỗi số liệu của Teranet từ năm 2004; chỉ số giá nhà hiệu chỉnh (2/2000 = 100, đường xám) từ Quỹ Tiền tệ Quốc tế (52 quốc gia). Mỗi chỉ số giá nhà đều được hiệu chỉnh lạm phát bằng chỉ số giá tiêu dùng của từng quốc gia. Mỗi chỉ số được nhân với biến số để chỉ số vào 1/1983 (nếu có thể) thành 100.

Chính tại các đô thị hoa lệ (và các khu vực của thành phố) trên thế giới là nơi bong bóng có khả năng xảy ra. Nhìn chung, những khu vực đó có thể trải qua một đợt bùng nổ khổng lồ. Dường như tại các thành phố này, thật sự có một thị trường còn to lớn hơn thị trường quốc gia. Ở đó có thị trường quốc tế như Hình 3.3 đã minh họa.

Hình này cho thấy đà tăng của giá nhà thực đến năm 2014 ở Boston, London, New York, Paris, Thượng Hải, Sydney, và Vancouver, tất cả đều là các thành phố tráng lệ mang tầm quốc tế. Sự giống nhau giữa lộ trình của giá nhà ở các thành phố này thật đáng kinh ngạc (giá tăng cao khốc liệt vào cuối thập niên 1980 và sau những năm cuối thập niên 1990, với giai đoạn trì trệ giá giảm ở giữa), cũng như sự tương đồng của các câu chuyện phổ biến về sự hứng khởi được kích động và tình trạng đầu cơ nhà. Và những thành phố vừa nêu không phải là những đại diện duy nhất trải qua cuộc bùng nổ đầu cơ bất động sản đầu những năm 2000. Các thành phố khác cũng trải qua giai đoạn này là Bombay, Copenhagen, Dublin, Hàng Châu, Istanbul, Las Vegas, Madrid, Melbourne, Rome, San Diego, Thiên Tân, và Washington, D.C. Không cần biết điều gì đã gây nên cơn hứng khởi này, phải thừa nhận là sản phẩm của nó đã vượt qua biển lớn. Xu hướng đáng chú ý này là một phần lời cảnh báo của tôi vào năm

2005 rằng ta đang ở giữa một bong bóng bất động sản vô tiền khoáng hậu.

Từ năm 2005, bức tranh đã trở nên rối rắm hơn. Vài thành phố tiếp tục đà tăng, với những bước chững lại nhẹ. Những thành phố khác đã mất đà tăng và chưa thể trở lại đỉnh cao cũ. Nhiều thành phố vẫn giữ mức giá đã tăng.

Các thành phố được lựa chọn đưa vào biểu đồ dựa trên tin tức báo chí và sự dao động về giá của chúng. Chỉ số giá nhà toàn cầu do Quỹ Tiền tệ Quốc tế đưa ra dựa trên số liệu của 52 quốc gia cho thấy ít biến động hơn và thực sự, có những thành phố thể hiện một diễn tiến khác hẳn. Ví dụ, giá đất đô thị để ở thực ở Tokyo tăng hơn gấp đôi từ năm 1985 đến năm 1990, cùng lúc với bùng nổ thập niên 1980 ở các thành phố trong hình, nhưng sau đó đi vào xu hướng giảm đều, không có dấu hiệu bùng nổ sau năm 2000, và tiếp tục rơi xuống mức giá còn một nửa vào năm 2004. Giá nhà ở tại trung tâm Delhi tăng gấp đôi giá trị thực trong giai đoạn từ năm 1991 đến năm 1995 trong khi giá ở các thành phố trong Hình 3.2 giảm xuống, và rồi giảm còn một nửa vào năm 2003 trong khi giá nhà ở các thành phố trong Hình 3.2 đang tăng. Có thể nói, giá nhà ở các thành phố hoa lệ của thế giới được biểu diễn trong Hình 3.3 giống nhau đến kỳ lạ quả thực là một câu đố. Chúng ta sẽ cố gắng tìm hiểu sự tương đồng này ở phần sau của quyển sách.

Sự vắng bóng xu hướng tăng giá nhà thực trong dài hạn

Độc giả có thể cảm thấy lạ lùng khi nhìn vào đồ thị biểu diễn giá nhà từ năm 1890 ở Hình 3.1, bởi lẽ giá nhà thực không có một đà tăng liên tục nào. Thực sự nếu nhìn chung toàn bộ nước Mỹ, giá nhà thực năm 2006 đã tăng gần như gấp đôi so với năm 1890, nhưng tiến trình tăng đó diễn ra trong hai giai đoạn ngắn ngủi: hậu Thế chiến thứ II (với lần tăng đầu diễn ra hồi đầu thập niên 1940, ngay trước khi chiến tranh kết thúc) và một giai đoạn phản ánh phản ứng trễ của sự bùng nổ thị trường chứng khoán vào thập niên 1990 (hoặc nói chính xác hơn là phản ánh sự bùng nổ và sụp đổ), với dấu hiệu tăng đầu tiên diễn ra năm 1998. Ngoài hai giai

đoạn đó ra, giá nhà thực nhìn chung đi ngang hoặc đi xuống. Hơn nữa, mức tăng tổng thể (với giá thực tăng 48% qua 124 năm từ năm 1890 đến năm 2014, hay 0,3% mỗi năm) không ấn tượng.

Vậy tại sao rất nhiều người có ấn tượng rằng giá nhà tăng rất "ngon trớn"? Tôi nghĩ rằng, vì nhà cửa là món hàng tương đối không thường xuyên, mọi người vẫn nhớ giá mua của căn nhà đó từ nhiều năm về trước và tỏ ra vô cùng ngạc nhiên vì sự thay đổi giá thời ấy (khi ấy giá bao gồm giá tiêu dùng nói chung, thì thấp hơn) và bây giờ. Điều tương tự không xảy ra với chứng khoán, vì các công ty cứ định kỳ lại chia tách cổ phiếu để giữ giá. Đối với thị trường Mỹ, mức giá truyền thống nằm quanh vùng 30 đô la một cổ phiếu. Do đó, mọi người không có tư duy so sánh giá cổ phiếu trong dài hạn như họ vẫn làm với giá nhà.

Lấy ví dụ, một cặp vợ chồng cao tuổi bán nhà vào đầu những năm 2000, họ sẽ rất ngạc nhiên vì năm 1948 đã mua căn nhà này với giá chỉ 16.000 đô và giờ, cũng căn nhà đó, họ bán lại với giá 190.000 đô. Thoạt nhìn, ta thấy đây quả là một vụ đầu tư cực tốt. Nhưng, thực ra, chỉ số giá tiêu dùng tăng tám lần từ năm 1948 đến năm 2004, do đó, giá trị thực của căn nhà chỉ tăng 48%, tức là trung bình ít hơn 1% mỗi năm. Hơn nữa, một phần sự tăng giá nhà nên ghi nhận công trạng của các khoản đầu tư cải tạo căn nhà hay cộng đồng hàng xóm xung quanh nữa. Ngay cả khi căn nhà đó được bán với giá gấp đôi, tức 360.000 đô la, nó vẫn không được xem là khoản lợi tức đầu tư đáng nể, vì với giá bán mới này, giá trị thực chỉ tăng gấp ba lần trong vòng 50 năm, tức lợi nhuận hàng năm ít hơn 2%. Các câu chuyện mang tính huyền thoại về chênh lệch giá mua-bán nhà sau một thời gian dài thường khiến ta ấn tượng quá mức; hầu hết chúng ta không đủ giỏi để nhìn nhận thực tế những câu chuyện ấy.

Để thử kiểm tra thêm những dữ liệu này, vốn rất khác với điều mọi người vẫn tin, xem có thể do nhầm lẫn hay không, tôi đã hỏi các nhà kinh tế mình quen biết để họ hướng tôi đến các chỉ số giá nhà dài hạn khác, từ đó có thể cung cấp một số bằng chứng độc lập về hành vi của giá nhà trong thời gian dài. Tôi có thể tìm thấy một vài chỉ số giá nhà dài hạn

khác, và mặc dù nó không thể hiện số liệu liên tục trong thời gian dài hoặc cho cả một quốc gia, nó có thể cung cấp thêm một số manh mối về xu hướng dài hạn.

Trong các cuộc điều tra dân số mỗi 10 năm kể từ năm 1940 tại Hoa Kỳ, Cục Thống kê Dân số Hoa Kỳ đã yêu cầu các chủ nhà ước tính giá trị căn nhà của họ. Giá trị trung bình do họ báo cáo tính theo giá trị thực (đã điều chỉnh lạm phát) tăng 2% mỗi năm từ năm 1940 đến năm 2000, nhiều hơn đáng kể so với mức tăng thực 0,7% trong cùng thời kỳ được chỉ ra bởi chỉ số giá nhà ở Hình 3.1. Tốc độ tăng trưởng 2% tích lũy trong 60 năm tương đương với giá trị cuối cùng bằng hai lần giá nhà mà tốc độ tăng trưởng thực 0,7% tích lũy. Tuy nhiên, dữ liệu Cục Thống kê Dân số không tính đến sự gia tăng chất lượng và quy mô của các ngôi nhà như chỉ số biểu diễn trong Hình 3.1. Đã có những thay đổi lớn trong giá nhà kể từ năm 1940. Ví dụ, theo điều tra của Cục Thống kê Dân số, vào năm 1940, 31% đơn vị cư trú (mỗi căn nhà, căn hộ được gọi là một đơn vị cư trú) tại Hoa Kỳ không có nước và 38% không có bồn tắm hoặc vòi hoa sen. Mức sống đã được cải thiện đáng kể từ thời đó, và chắc chắn ngày nay nhà cửa tốt hơn xưa rất nhiều. Với dân số Hoa Kỳ tăng gấp đôi và thu nhập bình quân đầu người thực tăng gấp bốn lần kể từ năm 1940, rất nhiều ngôi nhà to hơn đã được xây dựng. Những ngôi nhà nhỏ hơn và kém chất lượng hơn thời những năm 1940 phần lớn đã bị phá hủy trong những năm qua và vì vậy chúng ta có thể có ấn tượng sai lầm về những ngôi nhà được xem là cũ mà chúng ta còn nhìn thấy ngày nay là hình ảnh chung của các ngôi nhà xưa, nên ấn tượng rằng nhà ngày xưa cũng chẳng khác mấy nhà ngày nay là thiếu cơ sở. Phần lớn trong con số tăng 2% mỗi năm từ báo cáo của Cục Thống kê Dân số về giá trị phải thực sự phản ánh điều này, chứ không phải sự nhìn nhận của cá nhân rằng ngôi nhà chẳng hề thay đổi qua thời gian.

Có một chỉ số chất lượng cao đáng chú ý từ năm 1628 đến năm 1973 của giá nhà dọc theo Herengracht, một trong những kênh đào cũ của thành phố Amsterdam. Theo Giáo sư Piet Eichholtz của đại học

Amsterdam, khu vực này là vị trí phù hợp để xây dựng chỉ số giá nhà, vì những căn nhà ở đây hầu như không hề thay đổi gì hàng thế kỷ qua và vì dữ liệu giá bán nhà ở đây được ghi nhận và lưu trữ rất chi tiết. Chỉ số này cho thấy khá nhiều dao động của giá nhà trong giai đoạn này. Thành phố này cũng là cái nôi của cơn sốt hoa tulip những năm đầu thập niên 1600. Theo dữ liệu của Eichholtz, giá nhà ở Herengracht đã tăng gấp đôi giữa giai đoạn 1628-1629 và 1632-1633 ngay trước thời điểm cơn sốt hoa tulip đạt đỉnh, và giá nhà giảm về gần như mức giá của giai đoạn 1628-1629 trước khi giá hoa tulip đạt đỉnh vào năm 1637. Thị trường của những ngôi nhà này chắc chắn đầy biến động. Nhưng khi chỉ số này được điều chỉnh lạm phát cho cả thời kỳ, chúng ta thấy rằng giá nhà nhìn chung thực sự không tăng mấy. Từ năm 1628 đến năm 1973, mức tăng giá nhà thực tế hàng năm tại Herengracht chỉ đạt 0,2%. Giá nhà thực đúng là có tăng gấp đôi đấy, nhưng phải mất đến 350 năm.

Đồng nghiệp của tôi, Karl Case, đã tạo ra một chỉ số lịch sử lâu dài về các giá trị đất đai ở khu vực Boston bằng cách sục sạo trong số liệu của Cơ quan Đăng ký chứng thư bán tài sản của Hạt Norfolk để tìm các từ khóa như "một mảnh đất trống" hoặc "một khu đất" mà không đề cập đến nhà cửa nằm trên miếng đất đó hay bất kỳ thông tin cải tạo nào. Bằng cách này, anh đã có thể thanh lọc chỉ số giá khỏi các tác động từ việc thay đổi chất lượng của bất động sản. Anh ấy phát hiện ra rằng, từ năm 1900 đến năm 1997, mức tăng thực của giá mỗi mét vuông đất là 3,9% mỗi năm. Đây là mức tăng cao hơn nhiều so với chỉ số giá được thể hiện trong biểu đồ, vượt trên tốc độ tăng trưởng GDP thực tế.

Một nghiên cứu nổi tiếng về giá đất ở Chicago của nhà kinh tế Homer Hoyt đã được công bố với tựa là *One Hundred Years of Land Values in Chicago* (tạm dịch là Trăm Năm Giá Đất ở Chicago) vào năm 1933. Hoyt cũng thấy giá đất tăng mạnh. Ví dụ, dữ liệu của ông cho thấy giá của các lô đất trên mỗi mặt tiền trên đường State và đại lộ Michigan (các địa chỉ trung tâm thành phố lớn) tăng 5,9% mỗi năm tính theo giá trị thực (được điều chỉnh theo lạm phát). Do đó, giá đất tổng thể tăng đến hai mươi hai lần từ năm 1877 đến năm 1931.

Nhưng, dĩ nhiên, những con số tại Boston và Chicago hầu như không phải là đại diện cho sự tăng giá bất động sản ở Hoa Kỳ nói chung. Boston và Chicago không phải là điển hình của bất động sản Hoa Kỳ, cũng như Microsoft không phải điển hình của các công ty khởi nghiệp. Thành công của những thành phố này là một bất ngờ mang tính địa phương mà mọi người không thể tự tin dự đoán được. Bản thân Hoyt đã khá rõ về sự tăng trưởng đáng ngạc nhiên của Chicago, ông đã ghi chú rằng, "Không thành phố nào với một triệu dân, dù trong quá khứ hay hiện tại có thể đạt được tốc độ tăng trưởng của Chicago trong thế kỷ 19... Có thể nói Chicago đã nén sự phát triển dân số của Paris trong 20 thế kỷ vào một thế kỷ duy nhất".

Hơn nữa, giá đất không phải là đại diện tốt cho giá nhà, vốn liên quan đến cấu trúc căn nhà cũng như giá trị nội tại của miếng đất chứa căn nhà đó. Giá đất từ lâu chỉ chiếm một phần rất nhỏ trong giá trị nhà đất, và vì vậy giá đất có thể tăng ở mức tương đối cao ở các thành phố thành công mà không khiến giá nhà tăng nhanh.

Những quan sát tình cờ thuyết phục chúng ta rằng nhà đất không tăng giá quá nhiều trong nhiều thập kỷ. Mọi người sống trong những ngôi nhà lớn hơn so với hàng chục năm trước và họ cũng rải đều trên vùng đất lớn hơn chứ không quây quần như xưa; nhiều người đang sống trong ngôi nhà của riêng họ trong nhiều thập kỷ, trừ những năm trì trệ sau cuộc khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007-2009; những đứa con có xu hướng tách khỏi gia đình và tự mua nhà thay vì sống với bố mẹ cho đến lúc kết hôn. Làm thế nào mọi người có thể đủ khả năng mua nếu giá nhà cứ tăng bền vững? Điều này cho thấy rằng tại Hoa Kỳ, mức tăng giá nhà thực tế phải thấp hơn mức tăng thu nhập sau thuế bình quân đầu người thực tế, tức là 2% một năm từ năm 1929 đến năm 2013.

Điểm mấu chốt dường như là, mặc dù có nhiều điều không chắc chắn về lộ trình thực sự của giá nhà, hầu hết các bằng chứng đều chỉ ra mức tăng bình quân thấp đến mức đáng thất vọng.

Vì sao giá nhà thực không có xu hướng tăng mạnh mẽ?

Độc giả có thể không khỏi bối rối vì những dữ liệu này cho thấy rất ít bằng chứng về sự tăng giá nhà thực ở Hoa Kỳ trong một thời gian dài đến vậy. Quan niệm phổ biến rằng giá bất động sản luôn tăng là một quan niệm thâm căn cố đế đến mức ở Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc có một tên gọi cho khái niệm này: "huyền thoại bất động sản". Chẳng phải đất đai là tài nguyên khan hiếm hay sao, và chẳng phải giá đất sẽ tăng đều đặn cùng với sự gia tăng dân số cũng như sự thịnh vượng của dân chúng đó sao?

Thực sự, lập luận củng cố lý thuyết rằng giá nhà được kỳ vọng có thể tăng nhanh hơn giá tiêu dùng nói chung là không mạnh. Tiến bộ công nghệ trong ngành xây dựng ngày càng được cơ giới hóa có thể tiến triển nhanh hơn tiến bộ công nghệ trong các lĩnh vực khác, chẳng hạn như lĩnh vực dịch vụ. Thợ cắt tóc, giáo viên, luật sư và chuyên viên tư vấn vẫn đang làm công việc như xưa nay, nhưng vật liệu mới, thiết bị xây dựng mới, và bộ phận chế tạo sẵn sàng, cũng như công nghệ mới để xây dựng các tòa nhà chung cư cao tầng sẽ giúp giảm chi phí xây nhà. Nếu chi phí xây nhà giảm đi, giá nhà cũng nên giảm tương ứng với mức giảm chi phí xây dựng.

Sự chú ý của công chúng dường như tập trung hết vào các thành phố lớn có dân cư đông đúc, vốn còn rất ít đất để xây dựng và giá đất ở đây có thể rất cao. Nhưng hầu hết các thành phố khác vẫn còn đầy đất. Các nhà phát triển dự án bất động sản để mắt đến các thành phố có đất đai phong phú này để xây các khu dân cư đắt đỏ quả thật đôi khi phàn nàn về tình trạng thiếu đất ở các thành phố này, và các rào cản dựng nên bởi các cá nhân bảo thủ và đoàn thể dân cư, nhưng thực sự họ đang nói về tình trạng thiếu đất nền ở các khu vực trọng điểm mà họ thèm khát được giành quyền xây dựng.

Những thành phố dư đất này cho thấy những lộ trình giá nhà dài hạn không bao giờ tách biệt quá xa so với chi phí xây dựng. Điều này không có gì là ngạc nhiên. Nếu giá nhà vượt quá chi phí xây dựng, đó sẽ là động lực để các nhà xây dựng cung cấp thêm nhà, và nguồn cung sẽ tăng ổn định cho đến khi đẩy được giá nhà xuống gần chi phí xây dựng.

Tình huống ở những thành phố này nên được coi là điển hình của nước Mỹ. Phần đất có thể xây nhà dĩ nhiên bị giới hạn: ngoại trừ một vài dự án lấn biển lấy đất, hầu như ta không thể sản sinh thêm đất. Nhưng hầu hết diện tích đất của quốc gia vẫn là đất nông nghiệp, đất rừng hoặc không có chủ đích sử dụng. Đấy là phần đất có giá xây dựng trên mỗi lô ở mức rất thấp, vì vậy vẫn còn nhiều cơ hội để ta có thể trưng dụng. Theo điều tra dân số năm 2010, diện tích đất đô thị chỉ chiếm 3,1% tổng diện tích đất ở Hoa Kỳ.

Tuy nhiên, có rất ít đất trống để xây dựng ở Los Angeles, Boston, London hay Sydney. Và lẽ ra tại các nơi này cũng phải có van an toàn hoạt động tương tự như ở các thành phố dư đất để ngăn giá nhà tăng quá cao, ít nhất là nếu mọi người hành động theo lý trí và có tầm nhìn xa. Khi giá nhà tăng đến mức tiền trả nợ mua nhà chiếm một phần lớn thu nhập gia đình, đây là động lực mạnh mẽ để mọi người chuyển đến sống ở khu vực có chi phí thấp hơn. Về lâu dài, van an toàn này có xu hướng ngăn chặn giá nhà thực (được điều chỉnh lạm phát) tăng quá nhiều và làm vỡ bong bóng đã bị thổi phồng. Van an toàn có hiệu quả hơn ở các thành phố còn gần khu vực có nhiều đất xây dựng, nhưng nó cũng hiệu quả ở các thành phố xa nơi có nhiều đất xây dựng, bởi vì nếu giá nhà tăng đủ cao, người dân và doanh nghiệp sẽ di chuyển ra xa, thậm chí rời bỏ hoàn toàn khu vực cao giá đó.

Vấn đề ở đây là người dân ở các khu vực hoa lệ thường có xu hướng tin rằng giá đất - một thành phần đáng kể của giá trị nhà ở, sẽ tiếp tục tăng lên. Họ nghĩ rằng chắc chắn có một số lợi thế khi sống trong những khu vực đó. Mọi người thực sự thích cảm giác hãnh diện khi sống cùng khu với những người nổi tiếng, và họ cũng được hưởng lợi từ các cơ hội kinh doanh sản sinh. Người dân ở đó dễ dàng tưởng tượng rằng ngày càng có nhiều người suy nghĩ tương tự, và họ sẽ tiếp tục hô giá bất động sản trong thành phố của họ. Đây là lạc quan tếu trong bất động sản.

Nhưng, trong thực tế, nếu giá nhà ở một thành phố đủ cao so với thu nhập của những người sống ở đó, và do đó khiến họ khó mua được một

căn nhà đáp ứng được nhu cầu, mọi người bắt đầu phải xem xét lại những giả định này. Thực tế là cảm giác hãnh diện khi sống ở một thành phố hoa lệ không quá ghê gớm như mọi người vẫn nghĩ. Và mặc dù một vài thành phố có thể nổi danh với một doanh nghiệp nào đó, nhưng nếu suy nghĩ một tí, ta sẽ thấy rằng doanh nghiệp đó cũng đang xây dựng các trung tâm khác ở các thành phố khác, ví dụ như như Tam giác Nghiên cứu Bắc Carolina (*được neo đậu bởi ba trường đại học nghiên cứu lớn của Đại học bang North Carolina, Đại học Duke và Đại học Bắc Carolina – chú thích của người dịch*) được thiết lập trên vùng đất từng là các cánh đồng thuốc lá. Những trung tâm này dần dà thu hút cư dân từ các trung tâm cũ đến các trung tâm mới, do đó làm giảm áp lực giá bất động sản ở các trung tâm cũ.

Ngoài ra, giá nhà rất cao tạo ra áp lực chính trị cho việc nới lỏng các hạn chế về quyền sử dụng đất. Dần dà sẽ có sự gia tăng nguồn cung nhà (ví dụ như trong các căn hộ cao tầng) tại các thành phố hoa lệ.

Do đó, tại các thành phố đầu cơ hoa lệ, giá nhà có xu hướng giá tăng và sụt giảm, nhưng ít cho thấy xu hướng dài hạn. Giá tăng khi mọi người lạc quan, nhưng các lực đẩy được kích hoạt để sụp đổ khi mọi người trở nên quá hưng phấn. Điều đáng chú ý từ Hình 3.2 là sự tăng giá nhà thực tế trong ba thập kỷ từ năm 1983 đến năm 2013 tại Miami và Phoenix cuối cùng cũng về lại vạch xuất phát, mặc dù cả hai đều có những lúc giá tăng gấp đôi trong thời gian đó. Dựa trên những xu hướng này, nhà ở tư hữu trông giống như một khoản đầu tư dài hạn tồi tệ trên thị trường chứng khoán: mặc dù bất động sản không biến động thường xuyên, nhưng trên diện toàn quốc, hầu như nó không làm tăng vốn cho nhà đầu tư dài hạn. Nhưng phải nhớ rằng có những khoản cổ tức ngầm mà người ta nhận được khi sống trong một ngôi nhà, đó là giá trị của nơi trú thân và các tiện ích khác. Những cổ tức này hoàn toàn không bị đánh thuế. Người ta thường nói (chính xác) rằng sở hữu có lợi thế về thuế hơn là đi thuê. Nếu một người đổi nhà với người hàng xóm cũng sống trong ngôi nhà giống hệt của người này. Theo đó, mỗi người phải trả tiền thuê nhà cho người

kia (tiền cho thuê nhận được sẽ bù đắp số tiền thuê bỏ ra), giao dịch gần như vô nghĩa theo quan điểm kinh tế, nhưng nó phải chịu thuế, vì tiền cho thuê nhận được bị đánh thuế, trong khi tiền thuê phải trả cho chủ nhà không được khấu trừ. Vì lý do này, hầu hết mọi người được khuyên nên mua hơn là thuê ngôi nhà họ sinh sống.

Một lý do khác để mua nhà thay vì thuê là hợp đồng cho thuê ẩn chứa những vấn đề rủi ro đạo đức nội tại: việc giữ gìn căn nhà không đem lại lợi ích đủ lớn cho người thuê nhà nếu so với chủ nhà. Vấn đề rủi ro đạo đức được thể hiện ở giá thuê tăng dần qua thời gian và người chủ nhà có quyền quyết định một số hoạt động được hoặc không được thực hiện trong căn nhà, hay việc sửa chữa, nâng cấp cho phù hợp với phong cách cá nhân.

Không có thước đo chính xác về cổ tức ngầm miễn thuế dưới dạng lợi ích nhà ở mà căn nhà đem lại khi so sánh với cổ tức (thường phải chịu thuế) được trả cho cổ phiếu, cũng như không có thước đo cho chi phí bảo trì phải được bù vào cổ tức miễn thuế mà căn nhà đem đến. Thực tế không thể có thước đo chính xác về cổ tức ngầm của ngôi nhà, vì không có cách nào để quy ra hiện kim lợi ích tinh thần mà ta có được khi sở hữu và sống trong nhà của riêng mình, cũng như chi phí tinh thần mà chủ nhà phải gánh khi chăm sóc cho ngôi nhà ấy. Lợi ích tinh thần này không giống như tiền cho thuê nhà, vì người thuê nhà có hoàn cảnh rất khác nhau. Chủ nhà có thể thay đổi suy nghĩ của mình qua thời gian về những lợi ích tinh thần này. Hơn nữa, các khoản cổ tức tinh thần này không tỉ lệ thuận với số tiền đầu tư vào căn nhà như cổ tức trên cổ phiếu; nếu một người mua nhiều nhà hơn nhu cầu cá nhân, anh ta có thể nhận lấy cổ tức tinh thần âm do phải cùng lúc trông coi quá nhiều tài sản.

Vì vậy, trên phương diện lịch sử, thực sự không có cách nào mà một người có thể đủ thẩm quyền để khẳng định, giữa bất động sản và chứng khoán, đâu mới là khoản đầu tư tốt hơn. Mỗi người có một câu trả lời khác nhau, và cuối cùng thì đó là vấn đề sở thích và hoàn cảnh. Nhưng cá nhân từng chủ nhà lại không có sự minh định về điểm này và có thể thay đổi ý kiến của họ theo thời gian về những lợi thế của việc đầu tư vào

nhà ở. Chúng ta sẽ thấy bằng chứng về những thay đổi này trong phần sau quyển sách.

Lạc quan tếu, xưa và nay

Các trợ lý nghiên cứu của tôi và bản thân tôi đã nhìn thấy một vài manh mối về bản chất đang thay đổi của suy nghĩ cộng đồng liên quan đến đầu cơ bất động sản trong những năm qua. Việc chúng ta đọc các tờ báo và tạp chí tiếng Anh đương đại về thị trường bất động sản kể từ cuối thế kỷ 19 đã xác nhận những thay đổi ấy. Chúng tôi tìm thấy tương đối ít thảo luận về bất cứ điều gì có thể được coi là bong bóng giá nhà ở tầm quốc gia cho đến những thập kỷ cuối của thế kỷ 20. Dường như thỉnh thoảng mới xuất hiện cụm từ "lạc quan tếu" mà thôi. Từ "bùng nổ" thường được sử dụng để mô tả các tình huống trong thị trường nhà ở suốt thế kỷ 20, nhưng trong những năm đầu của thế kỷ, nó thường được dùng để nói đến sự bùng nổ trong ngành xây dựng (được đo bằng số lượng nhà mới xây). Các báo cáo của những nhà kinh tế về tình hình thị trường nhà ở quốc gia thường không đề cập đến bong bóng hoặc đầu cơ. Thay vào đó, chúng có xu hướng nhấn mạnh rằng chi phí xây dựng là yếu tố mạnh nhất quyết định giá nhà. Các bài viết thường có xu hướng nói về tình trạng thiếu hụt nhà để bán hơn là nói về giá nhà tăng.

Trước những thập kỷ cuối của thế kỷ 20, điều đáng chú ý là có rất ít cuộc thảo luận công khai về giá nhà. Là bằng chứng hoặc một phần lý do giải thích cho điều này, chỉ số giá không được công bố và trích dẫn thường xuyên trên các ngôi nhà hiện hữu ở Hoa Kỳ mãi cho đến năm 1968, khi giá nhà trung bình của Hiệp hội Bất động sản Quốc tế bắt đầu được trích dẫn trên các tờ báo lớn. Không có chỉ số giá nhà hiện hữu chất lượng cao cho đến khi Karl Case và tôi phát triển phương thức bán hàng lặp lại có trọng số (*weighted repeat sales method – phương pháp theo dõi biến động giá bán của cùng một bất động sản nhất định – chú thích của người dịch*), dùng nó để ước tính các chỉ số giá cho các thành phố lớn của Hoa Kỳ và phát hành chúng trong một vài số báo vào cuối thập niên

1980. Phương pháp này sau đó đã được tổ chức tài chính Fannie Mae and Freddie Mac và Văn phòng Nhà ở Hoa Kỳ và cơ quan kế nhiệm của nó (sau khi cơ quan này bị đóng cửa năm 2009 sau thất bại của Fannie Mae and Freddie Mac) là Cơ quan Tài chính Nhà ở Liên bang và các tổ chức khác áp dụng. Dữ liệu về tỉ lệ giá nhà trên giá thuê (*gần giống với tỉ lệ PE – giá trên thu nhập được các nhà đầu tư sử dụng để kiểm tra xem giá chứng khoán cao hay thấp - chú thích của người dịch*) không bắt đầu được nhấn mạnh trên các phương tiện truyền thông cho đến khi tờ Economist bắt đầu công bố chỉ số này của các quốc gia khác nhau sau năm 2000.

Do đó, thông tin công khai về giá cả có chất lượng không thực sự có sẵn cho đến cuối thế kỷ 20. Đây chính là loại thông tin có thể giúp tạo ra sự lạc quan tếu. Trước đó, các báo cáo trên báo chí đôi khi nói về sự thay đổi giá cả, nhưng họ thường trích dẫn bằng chứng mang tính giai thoại hoặc ý kiến của các nhà môi giới bất động sản về những gì đang xảy ra. Ngay cả những câu chuyện như thế không xuất hiện thường xuyên, tình hình này phản ánh sự thiếu quan tâm rõ ràng của công chúng đối với xu hướng giá nhà ở Mỹ.

Trước năm 1960, sự chú ý chung của công chúng đến thị trường nhà đất thường là cơn phẫn nộ với giá thuê cắt cổ mà chủ nhà thu từ người thuê, hơn là lo ngại về giá nhà ở cho một gia đình. Mọi người đang sống trong một nền kinh tế tư bản ít được thừa nhận, và họ không tin rằng hạnh phúc của họ phụ thuộc rất nhiều vào tài sản của họ.

Thay vào đó, trước những thập kỷ cuối của thế kỷ 20, sự chú ý của công chúng tập trung vào kiểm soát tiền thuê nhà và phong trào hợp tác xã nhà ở, theo đó các nhóm người sẽ chia sẻ quyền lợi tập thể của một tòa nhà chung cư mà họ đồng kiểm soát. Từ những ví dụ dễ thấy về sự can thiệp của chính phủ và tập thể vào các thị trường, mọi người có thể đã tưởng tượng rằng chính quyền hẳn đã làm gì đó để ngăn chặn giá nhà vượt khỏi tầm kiểm soát.

Trong khi việc kiểm soát tiền thuê nhà và hợp tác xã nhà ở vẫn còn tồn tại, hệ tư tưởng không thực tế đã tạo ra chúng hầu như đã không còn

nữa. Trong những thập kỷ gần đây, cam kết công khai ngày càng mạnh mẽ của chúng ta đối với các giải pháp thị trường cho các vấn đề kinh tế, thay vì can thiệp và kiểm soát, đã khiến mọi người lo lắng hơn về sự bất ổn có thể xảy ra của giá nhà, do đó khiến họ dễ nghiêng về phản ứng theo kiểu tạo ra bong bóng.

Tìm kiếm trên trang Proquest từ năm 1740 và tìm kiếm trên trang Lexis-Nexis từ những năm 1970 thuật ngữ *bong bóng nhà ở* hoặc *bong bóng giá nhà* trên các tờ báo tiếng Anh khắp thế giới cho thấy những thuật ngữ này hầu như không được sử dụng cho đến sau vụ sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987 (thời mà mọi người nói về bong bóng và nhiều quốc gia đang có tốc độ tăng giá rất nhanh), nhưng những thuật ngữ đó đã hết xuất hiện ngay sau năm 1987. Các thuật ngữ này xuất hiện trở lại vào cuối những năm 1990 và chúng được dùng ngày một nhiều hơn từ sau năm 2000.

Thông tin xuất hiện trên báo không nhất thiết có nghĩa rằng nó đã đi vào nhận thức của cộng đồng. Trong các bảng câu hỏi in trên giấy mà Karl Case và tôi đã phân phối hàng năm cho những người mua nhà gần đây của Hoa Kỳ kể từ năm 2003, chúng tôi có một số câu hỏi mở yêu cầu trả lời bằng văn bản về cách hiểu về các hiện tượng thị trường gần đây. Bảng câu hỏi không đề cập đến bong bóng, cũng không hỏi trực tiếp về chúng. Trong năm 2003 và 2004, hầu như không có đáp viên nào nhắc đến từ "bong bóng nhà ở". Tần suất sử dụng từ này ở các đáp viên tăng nhanh vào năm 2005, và duy trì ở mức cao trong vài năm xung quanh đỉnh thị trường, và sau đó giảm xuống. Từ đó tin tức đề cập đến một bong bóng nhà ở xuất hiện đặc biệt thường xuyên. Điều này cho thấy khái niệm này không phải là một điều tự nhiên nảy ra trong tâm trí hầu hết mọi người, mà là một ý tưởng được gieo vào tâm trí của họ bởi hoàn cảnh, sự chú ý của truyền thông và các buổi nói chuyện công khai, trong thời gian ngắn.

Trước kia cuộc sống đơn giản hơn; người ta tiết kiệm và sau đó mua một ngôi nhà khi thời cơ chín muồi. Họ dự kiến sẽ mua nhà như một

phần của cuộc sống bình thường và không hề nghĩ ngợi gì về biến động xảy ra với giá nhà. Vai trò ngày càng lớn của thị trường đầu cơ nhà ở, cũng như của các thị trường khác, về căn bản đã thay đổi cuộc sống của chúng ta. Hoạt động giá đã từng gói gọn ở phạm vi địa phương và bị giới hạn trong các sự kiện như xây dựng đường cao tốc, kênh rạch và đường sắt đã trở thành mối quan tâm quốc gia, thậm chí quốc tế, và bây giờ nó được kết nối với những câu chuyện phổ biến về thời đại kinh tế mới. Hành vi thay đổi của giá nhà là một dấu hiệu thay đổi ấn tượng của công chúng về giá trị của tài sản, làm gia tăng sự chú ý đến các biến động giá đầu cơ.

Vai trò của các tổ chức cho vay trong bong bóng nhà đất

Trong thời gian bong bóng diễn ra, sự bất thường đáng chú ý có xu hướng ảnh hưởng đến người cho vay cũng như người mua. Họ cũng tập trung sự chú ý của mình vào các cơ hội đầu tư tương tự. Họ cũng không chú ý đến điều này, tự mãn về rủi ro sụp đổ trên thị trường.

Tác động của bong bóng nhà ở vào đầu những năm 2000 đối với những người cho vay ở Hoa Kỳ được giáo sư Trường Luật Vermont là Jennifer Taub mô tả một cách thông minh trong cuốn sách xuất bản năm 2014 *Other People's Houses: How Decades of Bailouts, Captive Regulators, and Toxic Bankers Made Home Mortgages a Thrilling Business* (tạm dịch là Nhà của người ta: Làm thế nào nhiều thập kỷ của các khoản giải cứu, các cơ quan quản lý bị giam giữ và các chủ ngân hàng độc hại đã biến thế chấp nhà thành một ngành kinh doanh ly kỳ). Cô mô tả bầu không khí tại các công ty cho vay thế chấp lớn trong thời kỳ bùng nổ nhà ở ngay trước khi đạt đỉnh điểm vào năm 2006 như một sự phấn khích trước những thành công mới rõ ràng của họ, trong bầu không khí bất chấp những rủi ro mà họ đang tạo ra.

Một trong những công ty cho vay này là Washington Mutual, Inc. (WaMu), một công ty nắm giữ ngân hàng tiết kiệm có nguồn gốc từ Hiệp hội Đầu tư và Cho vay Tòa nhà Quốc gia Washington vào năm 1889, được đổi tên vào đầu thế kỷ 20 thành Ngân hàng Tiết kiệm Tương hỗ

Washington. Đó là một ngân hàng tương hỗ (một loại hợp tác, không vì lợi nhuận), nhưng đã bỏ đi thuộc tính tương hỗ vào năm 1983 trong những năm tổng thống Reagan bãi bỏ các quy định và nó trở thành ngân hàng vị lợi nhuận. Thật không may là ngân hàng này lại phép giữ chữ "tương hỗ" trong tên gọi của nó, như thể từ "tương hỗ" là một lỗi thời lịch sử đơn thuần không còn ý nghĩa đối với công chúng. Nó mất đi nguồn gốc tư tưởng và trở thành một câu chuyện thành công nhanh chóng bằng cách bỏ qua rủi ro. Nó trở thành tổ chức tiết kiệm và cho vay lớn nhất ở Hoa Kỳ bằng cách ráo riết theo đuổi người vay. Trên thực tế, dưới thời Kerry Killinger, CEO hung hăng của WaMu, họ đã thông qua và công khai phương châm "Sức mạnh của từ Yes" để cổ xúy cho những người vay tiềm năng có lịch sử tín dụng tồi tệ rằng các đơn xin vay thế chấp của họ sẽ không bị từ chối. Sau cuộc khủng hoảng, nó trở thành thất bại ngân hàng lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Nhưng trong những năm bùng nổ, tâm trạng trong công ty là sự thành công mà không chú ý đến khả năng của một cuộc khủng hoảng nhà ở chưa xảy ra kể từ Đại suy thoái.

Countrywide Financial, dưới thời Angelo Mozilo, một công ty cho vay thế chấp khác cũng bùng nổ và sụp đổ trong cuộc khủng hoảng tài chính, có một văn hóa doanh nghiệp tương tự. Họ có phương châm "Giá nào cũng cho vay".

Atif Mian của Đại học Princeton và Amir Sufi của Đại học Chicago đã chỉ ra rằng ở các khu vực nơi tiêu chuẩn cho vay thoải mái hơn, giá nhà tăng nhiều hơn trước bong bóng và giảm nhiều hơn sau khi nổ. Một phần của hiện tượng này là sự tự mãn về quy định, cho phép những người cho vay có "định hướng thành công" (*"success-oriented" lenders*) làm phần việc mà không bị vướng bận gì.

Nhiều người đã phàn nàn với tôi kể từ vụ sụp đổ sau năm 2006: "Tại sao nhiều tay cho vay thế chấp lại không bị tống vào tù?" Nhưng thật khó để áp hình phạt như vậy cho họ, bởi vì không dễ để chứng minh cho hài lòng mọi người rằng những người cho vay thế chấp mua nhà đã vi phạm. Kerry Killinger trên thực tế đã bị kiện bởi Tập đoàn Bảo hiểm Tiền gửi

Liên bang vào năm 2011 vì "cho vay bất cẩn", mà vụ kiện đã kết thúc chỉ bằng một khoản bồi thường bằng tiền. Angelo Mozilo đã bị kết án năm 2009 bởi Ủy ban Chứng khoán vì giao dịch nội gián và gian lận chứng khoán, nhưng một lần nữa, điều này chỉ kết thúc bằng cuộc dàn xếp tài chính và tất cả các cuộc điều tra tội phạm đã bị dừng lại vào năm 2010 mà không có bất kỳ hành vi sai trái nào của Mozilo.

Dù hành động cụ thể của họ là gì và tội danh của họ do tòa án xét xử thế nào đi nữa, từ quan điểm cố gắng hiểu bong bóng của mình, chúng ta nên xem hành động của họ ở đây về cơ bản là kết quả của cảm giác phấn khích trên diện rộng về cơ hội đầu tư và tự mãn về rủi ro lan truyền rộng rãi.

Con đường từ đây

Trong phần tiếp theo của cuốn sách, tôi cẩn thận phát triển một lý thuyết về bong bóng, một lý thuyết áp dụng cho cả thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất, và trên thực tế cho bất kỳ thị trường đầu cơ nào. Lý thuyết thừa nhận nhiều nguyên nhân cho những hiện tượng này; các hiện tượng này không có lời giải thích đơn giản có thể thu gọn trong một dòng. Tuy nhiên, lý thuyết cũng có một mô hình lý thuyết cơ bản, một mô hình phản hồi đơn giản và không thể thiếu được nếu muốn hiểu cách giá cả dịch chuyển. Trong các phần sau của cuốn sách này, tôi lật giở lại và xem xét lý thuyết về bong bóng từ nhiều hướng khác nhau. •

PHẦN MỘT

NHỮNG YẾU TỐ CẤU TRÚC

CHƯƠNG 04

CÁC YẾU TỐ XÚC TÁC INTERNET, SỰ BÙNG NỔ TƯ BẢN VÀ CÁC SỰ KIỆN KHÁC

Điều gì đã đóng vai trò quyết định đẩy giá trị thị trường chứng khoán ở rất nhiều quốc gia tăng đáng kể từ năm 1982 đến đỉnh cao đáng chú ý vào khoảng năm 2000? Tại sao sau hai lần điều chỉnh chính, đến thời điểm viết quyển sách này, giá trị của các thị trường này lại quay trở lại các mức cao đó? Điều gì giải thích cho xu hướng giảm dài hạn trong lãi suất dài hạn thực tế ở nhiều quốc gia trong vài thập kỷ qua? Điều gì đóng vai trò quyết định gây ra sự bùng nổ trong thị trường bất động sản ở rất nhiều thành phố trên thế giới theo sau bùng nổ thị trường chứng khoán? Để trả lời những câu hỏi này, và những câu hỏi tương tự chắc chắn sẽ xuất hiện trong tương lai, nói rằng các thị trường nói chung dễ bị tổn thương bởi sự lạc quan tếu là không đủ. Chúng ta phải xác định những yếu tố xúc tác nào từ bên ngoài thị trường khiến cho thị trường hành xử mạnh mẽ đến vậy.

Hầu hết các sự kiện lịch sử, từ chiến tranh đến các cuộc cách mạng, không hề có những nguyên nhân đơn giản. Khi các sự kiện này dịch chuyển theo chiều hướng cực độ, thường là do sự giao thoa của các yếu tố, và không có yếu tố nào đủ lớn để riêng nó có thể lý giải các sự kiện này.

Rome không xây nên trong một ngày, và cũng không bị phá hủy bởi một điểm rủi bất ngờ. Mà nhiều khả năng, nó đã sụp đổ do sự tổng hòa của nhiều yếu tố. Có cái lớn và có cái nhỏ, có cái xa xôi và có cái tức thì, tất cả hợp lại với nhau để gây biến cố lớn. Sự mơ hồ khiến những người tin vào chứng cứ khoa học như chúng ta cảm thấy không thỏa mãn, đặc biệt là khi khó xác định và tách biệt các yếu tố xúc tác lúc bắt đầu điều tra.

Nhưng đó là bản chất của lịch sử, và sự mơ hồ như vậy minh chứng cho việc tìm kiếm liên tục các thông tin mới và tốt hơn để phơi bày ít nhất là các tình trạng tổng thể của quan hệ nhân quả.

Trong Chương 1, vào những thời điểm nhất định, chúng ta đã thấy một số yếu tố dường như "giải thích" về sự chuyển biến của lợi suất dài hạn của thị trường chứng khoán; những yếu tố này cũng có thể giúp giải thích biến động giá nhà. Nhưng một trong những bài học đầu tiên về kinh tế là đôi khi có quá nhiều yếu tố dường như "giải thích" cho giá đầu cơ, nhiều đến mức chúng ta khó lòng phân tích chúng một cách dễ dàng. Chúng ta phải chống lại sự cám dỗ của mong muốn đơn giản hóa bằng cách chỉ nhìn vào một yếu tố duy nhất. Dù sao, lợi suất dài hạn cũng không thực sự là yếu tố ngoại sinh (*exogenous*). Mà là hiện tượng thị trường được xác định bởi nhiều yếu tố cung và cầu như khi quyết định mức giá trên thị trường chứng khoán và hành vi của chúng là một phần của cùng một tâm lý thị trường đã thúc đẩy thị trường chứng khoán. Chúng ta phải cố gắng hiểu tường tận nguồn gốc của tâm lý thị trường.

Hiểu được các yếu tố xúc tác khiến thị trường di chuyển càng khó khăn gấp bội vì thời gian của các sự kiện lớn của thị trường có xu hướng không được ăn khớp về mặt thời gian với các yếu tố xúc tác. Các yếu tố xúc tác thường có xu hướng thu hút sự chú ý của công chúng trong trung hạn chỉ sau khi chúng đã tồn tại trong một thời gian dài. Như chúng ta sẽ thảo luận trong chương tiếp theo, thời điểm của các sự kiện thị trường cụ thể được định đoạt trực tiếp bởi phản ứng giữa con người với nhau và giữa con người với thị trường, điều này góp phần vào động lực nội bộ vốn phức tạp của thị trường. Nhưng chúng ta phải xem xét các yếu tố xúc tác nếu chúng ta muốn hiểu lý do tại sao thị trường biến chuyển.

Những người dự đoán tuyết lở nhìn vào mô hình tuyết rơi và mô hình nhiệt độ trong thời gian dài trước khi trận tuyết lở thực sự, mặc dù họ biết rằng có thể không có sự thay đổi đột ngột trong các mô hình này vào thời điểm tuyết lở. Có lẽ không bao giờ có thể nói lý do tại sao một trận tuyết lở thực sự diễn ra vào thời điểm chính xác mà nó xảy đến.

Điều này cũng tương tự với những chuyển động mạnh mẽ của thị trường chứng khoán và các thị trường đầu cơ khác.

Nhận thấy những hạn chế này, chúng ta hãy xem danh sách các yếu tố có thể được đưa ra để giúp giải thích sự gia tăng giá trị trong hai mươi năm qua của giá cổ phiếu trên toàn thế giới, cũng như giá trái phiếu và bất động sản trong một số trường hợp. Đây được coi là hành động giúp chúng ta hiểu được điều gì đang chờ đợi ở tương lai.

Những yếu tố này che phủ lớp da của bong bóng. Ở đây tôi tập trung chủ yếu vào các yếu tố có ảnh hưởng đến các thị trường mà không được đảm bảo bằng phân tích duy lý các yếu tố kinh tế cơ bản. Danh sách này bỏ qua việc xem xét tất cả những biến nhỏ trong các yếu tố cơ bản (ví dụ như tăng trưởng thu nhập, thay đổi lãi suất thực) mà lý ra có tác động đến các thị trường tài chính. Trong những khoảng thời gian bình thường hơn hoặc trong thị trường cho các cổ phiếu riêng lẻ, các yếu tố duy lý như vậy sẽ có chỗ đứng tương đối nổi bật trong các tác động dẫn đến thay đổi về giá. Thật vậy, nhờ khả năng phản ứng thích hợp với các yếu tố như vậy của thị trường, đối với nhiều khoản đầu tư, thị trường tài chính hoạt động tốt đó thường thúc đẩy, thay vì cản trở, hiệu quả kinh tế. Danh sách các yếu tố ở đây được xây dựng để giúp chúng ta hiểu những tình huống bất thường đã xảy ra gần đây (và được cho là đang diễn ra) trong thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất, và do đó tập trung vào những ảnh hưởng ít duy lý hơn.

Trong quá trình mổ xẻ chi tiết các yếu tố này, tôi mô tả phản ứng của công chúng, chứ không chỉ của các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp. Một số nhà quan sát tin rằng các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp có tư duy duy lý hơn và họ là những người bù đắp lại cho sự lạc quan tếu của cộng đồng nhà đầu tư không chuyên. Do đó, các nhà quan sát này có thể tranh luận rằng nên phân biệt rõ ràng giữa hành vi của các chuyên gia và của các nhà đầu tư không chuyên. Tuy nhiên, các nhà đầu tư chuyên nghiệp cũng không tránh khỏi những tác động của văn hóa đầu tư phổ biến mà chúng ta quan sát thấy ở các nhà đầu tư cá nhân và nhiều yếu tố

được mô tả ở đây chắc chắn cũng ảnh hưởng đến suy nghĩ của họ. Trên thực tế không có sự phân biệt rõ ràng giữa các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp và nhà đầu tư cá nhân, vì các chuyên gia thường xuyên đưa ra lời khuyên cho các nhà đầu tư cá nhân.

Một số yếu tố này tồn tại trong nền tảng *(background)* của thị trường, bao gồm sự tiến bộ của chủ nghĩa tư bản, sự gia tăng đặc biệt trong thành công kinh doanh, cuộc cách mạng công nghệ thông tin, nhân khẩu học của Thời kỳ Bùng nổ Trẻ sơ sinh (*Baby Boom*), sự suy giảm của lạm phát và nền kinh tế ảo giác về tiền bạc (*những cá thể mắc phải ảo giác tiền tệ khi hành vi của họ tuỳ thuộc vào giá trị danh nghĩa của những đại lượng kinh tế, chứ không vào giá trị thực tế của chúng – chú thích của người dịch*), sự gia tăng của cờ bạc và niềm vui trong việc chấp nhận rủi ro nói chung. Những yếu tố còn lại hoạt động nổi bật và định hình văn hóa đầu tư đang thay đổi. Chúng bao gồm sự gia tăng đáng kể về phương tiện truyền thông kinh doanh, dự báo tích cực lạc quan của các nhà phân tích chứng khoán, sự gia tăng của kế hoạch 401(k), sự bùng nổ quỹ tương hỗ và khối lượng giao dịch ngày càng lớn trên thị trường chứng khoán.

MƯỜI HAI YẾU TỐ XÚC TÁC ĐÃ THÚC ĐẨY CÁC GIAI ĐOẠN CUỐI CỦA BÙNG NỔ THIÊN NIÊN KỶ TỪ NĂM 1982 ĐẾN NĂM 2000

Trong phiên bản đầu tiên của cuốn sách này, được xuất bản năm 2000 ngay trước đỉnh cao của thị trường chứng khoán năm đó, tôi đã liệt kê 12 yếu tố xúc tác cho việc bồi đắp tâm lý tăng giá và giá cổ phiếu lên mức khổng lồ vào lúc bắt đầu năm. Dưới đây là danh sách được trình bày năm đó, từ quan điểm của chủ nghĩa tư tưởng thời đó; vài yếu tố trong này vẫn còn hoạt động trong thời điểm hiện nay, một số khác thì ít ảnh hưởng hơn.

Sự xuất hiện của Internet tại thời điểm tăng trưởng thu nhập vững chắc

Internet và World Wide Web đã xâm chiếm ngôi nhà của chúng ta trong nửa cuối thập niên 1990, khiến chúng ta ý thức sâu sắc về tốc độ thay đổi công nghệ. World Wide Web xuất hiện lần đầu tiên trên bản tin vào tháng 11 năm 1993. Trình duyệt web Mosaic lần đầu tiên ra mắt công chúng vào tháng 2 năm 1994. Những ngày này đánh dấu sự tiếp xúc đầu tiên của công chúng với Internet, khi chỉ có một vài người truy cập vào nó. Một số lượng lớn người dùng đáng kể đã không biết đến web cho đến mãi năm 1997 và sau đó, đánh dấu những năm mà chỉ số giá cổ phiếu NASDAQ (lúc đó còn chịu ảnh hưởng nặng nề từ các cổ phiếu startup công nghệ cao hơn so với ngày nay), tăng gấp ba lần cho đến cuối năm 1999, và tỉ lệ PE đã cất cánh vào địa hạt chưa từng ai đặt chân đến.

Công nghệ Internet khác thường ở chỗ nó là nguồn giải trí và mối bận tâm cho tất cả chúng ta, mà thực sự là cho cả gia đình. Theo nghĩa này, nó có thể đóng vai trò quan trọng như máy tính cá nhân hoặc trước đó là truyền hình. Trên thực tế, ấn tượng mà nó truyền tải về một tương lai thay đổi thậm chí còn sống động hơn so với những gì được tạo ra khi tivi hoặc máy tính cá nhân phổ biến ở các hộ gia đình. Sử dụng Internet mang lại cho mọi người cảm giác làm chủ thế giới. Họ có thể "lang thang" trên thế giới và hoàn thành các nhiệm vụ mà trước đây không thể thực hiện được. Họ thậm chí có thể đưa lên một trang web và trở thành một nhân tố trong nền kinh tế thế giới. Ngược lại, sự ra đời của truyền hình khiến chúng trở thành những máy thu giải trí thụ động, còn máy tính cá nhân mà hầu hết mọi người sử dụng trước khi Internet ra đời chủ yếu là máy đánh chữ và máy chơi pinball công nghệ cao.

Bởi vì ấn tượng cá nhân sống động và ngay lập tức mà Internet tạo ra, mọi người cảm thấy rất hợp lý khi cho rằng nó cũng có tầm quan trọng kinh tế lớn lao tương tự. Thật dễ dàng để tưởng tượng viễn cảnh của những tiến bộ trong công nghệ này, dễ hơn nhiều so với việc tưởng tượng kết quả tương lai của công nghệ đóng tàu được cải tiến hoặc những phát triển mới trong khoa học vật liệu. Đơn giản là hầu hết chúng ta không nghe nhiều về nghiên cứu trong các lĩnh vực đó.

Tăng trưởng thu nhập doanh nghiệp ngoạn mục của Mỹ năm 1994 lên đến 36% theo giá trị thực được đo bằng thu nhập thực tế S&P Composite, tiếp theo là tăng trưởng thu nhập thực tế 8% vào năm 1995 và 10% vào năm 1996, trùng khớp với sự ra đời của Internet nhưng thực tế chẳng liên quan gì với Internet. Thay vào đó, sự tăng trưởng thu nhập được các nhà phân tích cho là do sự phục hồi chậm rãi bắt đầu từ cuộc suy thoái năm 1990-1991, cùng với đồng đô la giảm và nhu cầu nước ngoài mạnh mẽ cho việc xuất khẩu vốn và công nghệ của Hoa Kỳ, cũng như sáng kiến cắt giảm chi phí của các công ty Hoa Kỳ. Internet bản thân nó không thể dẫn đến sự tăng trưởng lợi nhuận bởi lẽ các công ty Internet non trẻ chưa tạo ra nhiều lợi nhuận. Nhưng sự xuất hiện của sự tăng trưởng lợi nhuận trùng khớp với sự xuất hiện của một công nghệ mới đầy kịch tính như Internet đã tạo ra một ấn tượng trong công chúng rằng hai sự kiện này có mối liên hệ nào đó. Mối liên kết công khai của các yếu tố song sinh giữa sự bùng nổ Internet và tăng trưởng lợi nhuận, lại đặc biệt mạnh mẽ vì năm 2000 là thềm thiên niên kỷ mới cùng nhiều thảo luận mang tính lạc quan về tương lai. Tất nhiên Internet là một tiến bộ công nghệ quan trọng theo cách riêng của nó, và nó, cũng như các phát triển khác về công nghệ máy tính và robot, hứa hẹn sẽ có tác động mạnh mẽ và không thể đoán trước đối với tương lai của chúng ta. Nhưng người ta nên đặt câu hỏi về tác động của Internet và cuộc cách mạng máy tính đối với việc định giá các tập đoàn hiện tại của Hoa Kỳ. Công nghệ mới sẽ luôn ảnh hưởng đến thị trường, nhưng liệu nó có thực sự làm tăng giá trị của các công ty hiện tại hay không, khi mà các công ty hiện tại không có độc quyền về công nghệ mới? Sự ra đời của Internet có làm tăng định giá của chỉ số Dow, nên nhớ lúc bấy giờ Dow không bao gồm các cổ phiếu Internet?

Quan niệm rằng các công ty hiện tại sẽ được hưởng lợi từ cuộc cách mạng Internet được tin tưởng bởi những câu chuyện của E*Trade.com, Amazon.com và những công ty mới nổi khác, thậm chí không tồn tại nổi đến vài năm trước cột mốc 2000. Mọi người có thể đã nghĩ vẫn còn nhiều công ty mới sẽ xuất hiện trong tương lai, ở Hoa Kỳ và nước ngoài,

và những công ty này sẽ cạnh tranh với các công ty mà họ đầu tư vào cuối những năm 1990. Nói một cách đơn giản, hiệu quả của công nghệ mới đối với các công ty hiện tại có thể đi theo hai hướng: nó có thể tăng hoặc giảm lợi nhuận của các công ty này.

Tuy nhiên, điều gây ra sự bùng nổ của thị trường chứng khoán không phải bản thân cuộc cách mạng Internet vốn khó định lượng, mà là những ấn tượng của công chúng được tạo ra từ cuộc cách mạng. Phản ứng của công chúng bị ảnh hưởng bởi tính có vẻ hợp lý dựa trên trực giác về truyền thuyết Internet, và tính hợp lý này cuối cùng bị ảnh hưởng dễ dàng từ các ví dụ hoặc lập luận xuất hiện trong tâm trí. Nếu chúng ta thường xuyên dành thời gian trên Internet, những ví dụ này lại càng thường trực dễ dàng.

Chiến thắng huân hoan và sự suy giảm của các đối thủ kinh tế nước ngoài

Vào cuối những năm 1990, trước đỉnh năm 2000 của thị trường chứng khoán, hầu hết các quốc gia khác dường như bắt chước hệ thống kinh tế phương Tây. Chế độ cộng sản Trung Quốc đã mở cửa thị trường từ cuối những năm 1970. Sự chịu đựng ngày một tăng của các thị trường tự do ở Liên Xô lên đến đỉnh điểm với sự tan rã của chế độ này vào năm 1991 và phân thành các quốc gia nhỏ hơn, theo định hướng thị trường. Thế giới dường như đang thay đổi theo chúng ta (nước Mỹ), và do đó, chúng ta nghiễm nhiên cho rằng thị trường chứng khoán Hoa Kỳ nên được định giá cao nhất trên thế giới. Những sự kiện chính trị này đã hé lộ dần dần sau khi thị trường tăng giá bắt đầu vào năm 1982. Và những năm sau khi thị trường tăng giá, chúng ta chứng kiến sự suy giảm của thị trường Nhật Bản sau năm 1989, cuộc suy thoái kinh tế kéo dài ở Nhật Bản và cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997-1998 trùng hợp với sự bùng nổ mạnh mẽ chưa từng có của thị trường chứng khoán Mỹ vào đầu thiên niên kỷ mới. Những sự kiện nước ngoài này có thể được coi là tồi tệ đối với thị trường chứng khoán Hoa Kỳ vì đây là điềm báo cho

những điều tồi tệ sẽ đến đất nước này. Nhưng thay vào đó, chúng bị nhiều người coi là sự suy yếu của các đối thủ ngang tầm. Mối quan hệ giữa Hoa Kỳ và các đối thủ kinh tế của nó thường được mô tả trên các phương tiện truyền thông như một cuộc thi trong đó chỉ có một người chiến thắng, như trong một sự kiện thể thao vậy. Sự suy yếu của một đối thủ vì thế đơn giản được xem là tin tốt.

Thay đổi văn hóa và chính trị ủng hộ thành công kinh doanh

Sự tăng vọt của thị trường chứng khoán trong năm 1982-2000 đi kèm với sự gia tăng đáng kể về giá trị vật chất. Một bảng khảo sát của công ty nghiên cứu thị trường Roper-Starch được đưa ra cho các đáp viên trong cả hai năm 1975 và 1994 đã hỏi, "Khi bạn nghĩ về cuộc sống tốt đẹp, cuộc sống mà bạn muốn có, điều nào trong số những điều liệt kê trong danh sách này, nếu có, là một phần trong cuộc sống lý tưởng của bạn"? Vào năm 1975, 38% đã chọn đáp án "có rất nhiều tiền", trong khi vào năm 1994, có đến 63% chọn đáp án đó.

Những cảm giác như vậy đã biến văn hóa của chúng ta thành một nền văn hóa tôn sùng các doanh nhân thành đạt ngang ngửa hay thậm chí cao hơn cả nhà khoa học, nghệ sĩ hay nhà cách mạng tài ba. Ý tưởng đầu tư vào cổ phiếu là một con đường để làm giàu nhanh chóng đã phát triển một sức hấp dẫn nhất định đối với những người theo chủ nghĩa duy vật.

Các bà nội trợ, những người cống hiến cuộc sống của họ cho gia đình, trở nên ít được ngưỡng mộ hơn và đây là một phần lý do khiến số lượng phụ nữ tham gia lực lượng lao động ngày càng tăng. Điều này sau đó cũng làm tăng tính khả dụng của tín dụng và hỗ trợ tài chính mua nhà. Bắt đầu từ khoảng thập niên 1970, những người cho vay thế chấp bắt đầu tính thu nhập của vợ hoặc chồng trong điều kiện thế chấp và mở rộng tín dụng thế chấp có sẵn. Điều này đã giúp đẩy giá nhà.

Mặt khác, việc giảm tỉ lệ tội phạm cũng khuyến khích các giá trị vật chất, theo đó mọi người cảm thấy an tâm hơn, ít lo lắng rằng họ sẽ bị cướp hoặc hãm hại. Tại Hoa Kỳ, tỉ lệ tội phạm tài sản trên 1.000 người đã giảm

49% từ năm 1993 đến năm 2003 và tỉ lệ tội phạm bạo lực trên 1.000 người đã giảm 55%. Khi đó, người ta có thể thoải mái phô trương tài sản và vì thế giàu có trở nên lôi cuốn hơn. Sống trong một ngôi nhà phô trương giờ đã hấp dẫn hơn. Nỗi sợ hãi khủng bố gia tăng, nhưng những kẻ khủng bố dường như không chọn tấn công những người giàu có, và nói chung không đột nhập nhà của họ. Tỉ lệ tội phạm ở Hoa Kỳ giảm khiến lối sống tư bản dường như là mô hình tốt đẹp hơn cho toàn thế giới.

Lưu ý rằng các giá trị vật chất tự chúng không có bất kỳ sự tác động hợp lý nào lên mức độ của thị trường chứng khoán. Cho dù mọi người có duy vật hay không, vẫn hợp lý khi kỳ vọng họ tiết kiệm cho tương lai và tìm kiếm phương tiện tốt nhất để tiết kiệm. Nhưng hợp lý khi nói những cảm giác như vậy sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu của họ đối với cổ phiếu, vốn từ lâu đã được cho là đem khả năng tích lũy được sự giàu có đáng kể một cách nhanh chóng. Hơn nữa, những cảm giác như vậy có tác động chính trị không thể nhầm lẫn, từ đó ảnh hưởng đến sự thành công của các khoản đầu tư của công ty.

Một Quốc hội Cộng hòa và cắt giảm thuế trên thặng dư vốn

Khi Ronald Reagan, cũng như Thượng viện Cộng hòa, được bầu vào năm 1980, kể từ lần đầu tiên vào năm 1948. Năm 1994, cả hai viện đều trở thành Đảng Cộng hòa (mặc dù với tổng thống Đảng Dân chủ, trường hợp này lặp lại vào năm 2014). Cảm nhận được thái độ thay đổi của công chúng đã bầu ra họ, những nhà lập pháp này đã ủng hộ doanh nghiệp nhiều hơn so với những người tiền nhiệm Dân chủ của họ. Sự thay đổi này trong Quốc hội đã thúc đẩy niềm tin của công chúng vào thị trường chứng khoán nhờ một loạt các biện pháp kiểm soát mà cơ quan lập pháp có thể tác động đến lợi nhuận của công ty và lợi nhuận của nhà đầu tư.

Hãy xem xét vấn đề thuế. Ngay khi Quốc hội Cộng hòa đắc cử vào năm 1995, các đề xuất cắt giảm thuế trên thặng dư vốn (*capital gains tax*) trở nên nổi bật. Vào năm 1997, thuế trên thặng dư vốn tối đa đã được cắt giảm từ 28% xuống 20%. Ngay khi việc cắt giảm này vừa được ban hành,

Quốc hội đã nói về việc cắt giảm lãi suất mạnh tay hơn nữa. Một dự luật thuế năm 1999 sẽ còn cắt giảm thuế trên thặng dư vốn nhiều hơn, nhưng Tổng thống Clinton đã phủ quyết.

> Capital Gains Tax là một loại thuế đánh trên lượng vốn do cá nhân hay doanh nghiệp thu được. Lượng vốn này là khoản lãi mà nhà đầu tư thu được từ việc bán các tài sản vốn tại một mức giá cao hơn mức giá khi họ mua tài sản này. Một nhà đầu tư có thể nắm giữ các cổ phiếu mà giá của chúng tăng liên tục qua các năm, tuy nhiên chỉ khi nào nhà đầu tư này bán số cổ phiếu của mình thì họ mới bị đánh thuế - chú thích của người dịch.
>
> Nguồn: Saga

Tiên đoán về việc cắt giảm thuế trên thặng dư vốn trong tương lai có thể tạo tác động thuận lợi đến thị trường chứng khoán, ngay cả khi thuế suất thực sự không thay đổi. Từ năm 1994 đến năm 1997, các nhà đầu tư được khuyên nên giữ vững lợi nhuận vốn dài hạn của họ mà khoan chốt lời cho đến sau khi có đề xuất cắt giảm thuế trên thặng dư vốn. Điều này đã có tác dụng tăng cường trên thị trường. Vào thời điểm cắt giảm thuế trên thặng dư vốn năm 1997, đã có lo ngại rằng các nhà đầu tư đang chờ bán sẽ làm như vậy và kéo thị trường đi xuống, như sự kiện đã xảy ra sau khi cắt giảm thuế trên thặng dư vốn vào năm 1978 và 1980. Nhưng điều này đã không xảy ra vào năm 1997. Tất nhiên, nhiều nhà đầu tư đã nghĩ rằng sẽ có thể có mức thuế suất thuận lợi hơn nữa trong tương lai của họ, và nếu vậy, không có lý do gì để bán ngay sau khi cắt giảm năm 1997 có hiệu lực.

Có vẻ như bầu không khí chung của cuộc thảo luận công khai về việc cắt giảm thuế trên thặng dư vốn trong tương lai, về khả năng lập chỉ mục thuế trên thặng dư vốn có thể xảy ra với lạm phát và cắt giảm thuế tương

tự (ví dụ, cắt giảm thuế bất động sản) đã khiến các nhà đầu tư không muốn bán cổ phiếu. Nếu thuế trên thặng dư vốn có thể giảm mạnh trong tương lai, tại sao lại bán khi tỉ lệ này cao tới 20%? Nhờ chuyên gia khuyên nên chờ đợi và theo dõi chặt việc cắt giảm thuế trên thặng dư vốn, nhiều nhà đầu tư có thể sẽ trì hoãn việc bán tài sản đang được định giá cao cho đến khi mức thuế trên thặng dư vốn ở ngưỡng thấp lịch sử trở nên rõ ràng hơn. Một bầu không khí nắm giữ không vội chốt lời, tự nhiên tạo áp lực đẩy giá cổ phiếu.

Thế hệ Baby Boom và những tác động nhận thức của nó trên thị trường

Sau chiến tranh thế giới thứ II, tỉ lệ sinh ở Hoa Kỳ đã gia tăng đáng kể. Sự thịnh vượng của thời bình đã khuyến khích những người đã trì hoãn việc gia đình vì cuộc đại khủng hoảng và chiến tranh nối lại ước muốn có con. Tỉ lệ sinh sau chiến tranh cũng gia tăng ở Anh, Pháp và Nhật Bản, nhưng chúng không kéo dài hay mạnh như ở Hoa Kỳ, ít nhất một phần là vì nền kinh tế của các quốc gia đó đã bị xáo trộn sau chiến tranh. Sau đó, vào khoảng năm 1966, tăng trưởng dân số Hoa Kỳ và thế giới cho thấy sự sụt giảm nghiêm trọng, một điều vẫn tiếp tục cho đến ngày nay. Sự suy giảm này là bất thường, nếu không phải là duy nhất, theo tiêu chuẩn lịch sử: nó không xảy ra do nạn đói hoặc chiến tranh, mà là sự suy giảm nội sinh về tỉ lệ sinh. Những tiến bộ trong công nghệ kiểm soát sinh sản (thuốc tránh thai được phát minh vào năm 1959 và trở nên phổ biến vào giữa những năm 1960 ở Hoa Kỳ và nhiều quốc gia khác) và những thay đổi xã hội chấp nhận tính hợp pháp của biện pháp tránh thai và phá thai là phương tiện giúp giảm tốc độ gia tăng dân số. Bên cạnh đó là nhờ vào đô thị hóa ngày càng phát triển và tiến bộ về mặt giáo dục và kinh tế. Thế hệ Baby Boom và thế hệ Baby Bust nối tiếp đã tạo ra một cuộc khủng hoảng an sinh xã hội lờ mờ ở nhiều quốc gia trên thế giới: khi thế hệ Baby Boom già đi và rồi nghỉ hưu, số lượng thanh niên lao động sẵn sàng hỗ trợ dân số già sẽ giảm trên toàn thế giới (như ngày nay chúng ta thấy nó

thực sự đã bắt đầu diễn ra). Thế hệ Baby Boom ở Hoa Kỳ được đánh dấu bằng tỉ lệ sinh rất cao trong những năm 1946-1966, và do đó, ở đỉnh cao của thị trường năm 2000, dân số chiếm một lượng lớn đến bất thường những người trong độ tuổi từ 35 đến 55. Hai giả thuyết bấy giờ đề xuất rằng sự hiện diện của rất nhiều người trung niên nên thúc đẩy thị trường chứng khoán. Một giả thuyết đã biện minh tỉ lệ PE cao mà chúng ta nhìn thấy trong Bùng nổ Thiên niên kỷ do kết quả của những Boomer cạnh tranh với nhau để mua cổ phiếu với mục đích tiết kiệm cho việc nghỉ hưu ắt sẽ phải đến của họ và đẩy giá cổ phiếu cao hơn so với thu nhập chúng tạo ra. Theo giả thuyết còn lại, chi tiêu cho hàng hóa và dịch vụ hiện tại làm tăng giá cổ phiếu, thông qua một tác động tích cực chung cho nền kinh tế: chi tiêu cao đồng nghĩa với lợi nhuận cao cho các công ty.

Những câu chuyện Baby Boom đơn giản này có hơi đơn giản quá mức. Vì một lẽ, họ bỏ qua việc xem xét đến thời điểm thế hệ Baby Boom ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán. Có thể tác động của Baby Boom đã được các nhà đầu tư chú ý đến giá cổ phiếu ngay cả trước năm 1982. Họ cũng bỏ qua các yếu tố như sự xuất hiện của các nền kinh tế tư bản mới trên toàn thế giới và nhu cầu của các nền kinh tế, trong hai mươi năm tiếp theo, đối với chứng khoán Hoa Kỳ. Giả thuyết Baby Boom đã thúc đẩy thị trường tăng lên do nhu cầu hàng hóa của thế hệ này dường như ngụ ý rằng định giá thị trường cao vì thu nhập cao; nó không giải thích được tại sao tỉ lệ PE cao đạt đến mức đỉnh của thị trường.

Nếu chỉ riêng mô hình tiết kiệm trọn đời (tác động đầu tiên) là tác động quan trọng nhất trong thị trường phương tiện tiết kiệm, thì sẽ dẫn đến xu hướng tương quan mạnh trong hành vi giá giữa các loại tài sản thay thế và tương quan mạnh theo thời gian giữa giá tài sản và nhân khẩu học. Khi thế hệ đông đảo nhất trong xã hội nhất cảm thấy cần phải tiết kiệm, họ sẽ có xu hướng đẩy giá tất cả các phương tiện tiết kiệm: cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản. Khi thế hệ đông đảo nhất cảm thấy họ cần rút tiền tiết kiệm, việc bán ra của họ có xu hướng làm giảm giá tất cả các phương tiện này. Nhưng khi nhìn vào dữ liệu dài hạn về cổ phiếu, trái

phiếu và bất động sản, người ta thấy rằng trên thực tế có rất ít mối quan hệ giữa các giá trị thực của chúng với nhau.

Một giả thuyết khác phổ biến vào những năm 1990 đã lý giải cho việc thế hệ Baby Boom có thể có tác động tích cực đến thị trường. Đó là vì họ không có ký ức về cuộc Đại suy thoái những năm 1930 hoặc Thế chiến thứ II nên ít lo lắng về thị trường và thế giới hơn cha ông mình. Thực sự có một số bằng chứng cho thấy những trải nghiệm được chia sẻ trong những năm tháng đầu đời sẽ để lại dấu ấn mãi mãi trong thái độ của một thế hệ. Trong suốt thị trường tăng giá kể từ năm 1982, thế hệ Baby Boom đã dần thay thế như những nhà đầu tư tiền bối vốn là những thanh thiếu niên trong thời kỳ khủng hoảng và chiến tranh.

Mặc dù không có nghi ngờ gì rằng ít nhất các giả thuyết về ảnh hưởng của thế hệ Baby Boom lên thị trường phần nào là sự thật, nhưng có thể nhận thức chung của Baby Boom và các tác động được cho là của thế hệ ấy mới chịu trách nhiệm lớn nhất về sự tăng vọt của thị trường. Tác động của Baby Boom đến cả thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất là một trong những vấn đề được bàn tán nhiều nhất, và bản thân việc có rất nhiều bàn luận này đã có khả năng ảnh hưởng đến giá trị thị trường chứng khoán. Mọi người tin rằng Baby Boom đại diện cho một nguồn sức mạnh quan trọng cho thị trường và họ không cho rằng sức mạnh này sẽ sớm chùn bước. Những nhận thức chung này đã góp phần tạo ra cảm giác rằng có một lý do chính đáng để thị trường tăng cao và tự tin rằng nó sẽ duy trì như vậy trong một thời gian dài. Tự tán thưởng sự thông minh của mình trong việc hiểu và đặt cược vào xu hướng dân số này với khoản đầu tư vào thị trường chứng khoán, nhiều nhà đầu tư thất bại trong việc đánh giá mức độ phổ biến thực sự đối với suy nghĩ của họ. Nhận thức của họ thúc đẩy vòng xoắn tiếp tục đi lên trong định giá thị trường. Lý thuyết gia nổi bật nhất về ảnh hưởng của thế hệ Baby Boom lên thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất là Harry S. Dent. Ông bắt đầu với một cuốn sách năm 1992 có tựa đề *The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity* (tạm dịch là Bong bóng khổng lồ phía trước: Hướng dẫn toàn diện để đạt thành công

cá nhân và doanh nghiệp trong kỷ nguyên mới của sự thịnh vượng), nó thành công đến nỗi ông đã viết nhiều phần tiếp theo. Cuốn sách vào năm 1998 của ông, *The Roaring 2000s: Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History* (tạm dịch là Thập niên 2000 huy hoàng: Xây dựng sự Giàu có và Lối sống Bạn Mong ước trong cuộc Bùng nổ Vĩ đại nhất Lịch sử), nằm trong danh sách bán chạy nhất của New York Times trong bốn tuần liền vào năm 1998. Cuốn sách vào năm 1999 của ông, *The Roaring 2000s Investor: Strategies for the Life You Want* (tạm dịch là Nhà đầu tư trong Thập niên 2000 huy hoàng: Chiến lược cho Cuộc sống Bạn Mong muốn), được xếp vào top 100 sách đạt doanh số bán hàng tốt nhất năm 1999 theo Amazon.com. Cuốn sách này dự đoán rằng thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục bùng nổ cho đến năm 2009, khi số lượng người 46 tuổi bắt đầu giảm, và sau đó thị trường sẽ giảm.

Sự thành công của Dent với chủ đề Baby Boom trong thị trường tăng trưởng dự đoán sẽ tạo ra một số kẻ bắt chước. Tất cả đều phát huy những cơ hội tuyệt vời để làm giàu từ hiệu ứng của Baby Boom trong đầu tư với các tựa như *Nền kinh tế Boomer: Tương lai tiền của bạn trong Chiến tranh thế hệ sắp tới* của William Sterling và Stephen Waite (1998) và *Chu kỳ Lên Xuống và Lặp lại: Làm thế nào để kiếm lợi từ sự thay đổi nhân khẩu học sắp tới* của David K. Foot và Daniel Stoffman (1996). Các cuộc thảo luận về Baby Boom và tác động của nó đối với thị trường ở khắp mọi nơi, và luận điệu chung của họ là thế hệ Boom mang lại chiều hướng tốt cho thị trường chứng khoán và sẽ còn tiếp tục trong nhiều năm tới.

Sự nở rộ của báo cáo truyền thông về tin tức doanh nghiệp

Mạng lưới truyền hình chuyên tin tức đầu tiên, Cable News Network (CNN), xuất hiện vào năm 1980 và dần phát triển, với lượng người xem được thúc đẩy bởi các sự kiện như Chiến tranh Vùng Vịnh năm 1991 và vụ án giết người O.J. Simpson năm 1995 – những câu chuyện thúc đẩy nhu cầu rất lớn của công chúng là được cập nhật tin tức không gián đoạn. Công chúng có thói quen xem tin tức trên tivi suốt cả ngày (và đêm),

không chỉ đơn giản là vào giờ ăn tối. Nhiều mạng truyền hình chuyên về kinh doanh nối gót CNN chào đời. Mạng tin tức tài chính (Financial News Network), thành lập năm 1983, sau đó được sáp nhập vào CNBC. Sau đó, CNNfn và Bloomberg TV xuất hiện. Các mạng này cùng nhau tạo ra luồng tin tức tài chính không bị gián đoạn, phần lớn trong số đó dành cho thị trường chứng khoán. Vì vậy, sức lan tỏa do ảnh hưởng của họ lớn đến nỗi các công ty môi giới truyền thống nhận thấy cần phải để chương trình CNBC chạy ở các góc dưới trên màn hình máy tính của họ. Vì nhiều khách hàng gọi để hỏi về những điều họ vừa nghe trên mạng khiến các nhà môi giới (những người được cho là quá bận rộn để xem truyền hình) bắt đầu như đang tụt lại phía sau người nhận tư vấn từ họ.

Không chỉ đơn thuần phạm vi, mà cả bản chất của báo cáo kinh doanh đã thay đổi trong những năm đó. Theo một nghiên cứu của Richard Parker, thành viên cao cấp tại Trung tâm Shorenstein của Đại học Harvard (*có vai trò tìm hiểu sự giao thoa và tác động của truyền thông, chính trị và chính sách công trong lý thuyết và thực tiễn – chú thích của người dịch*), các tờ báo trong hai thập kỷ của thế kỷ XX đã dần chuyển các mục kinh doanh trước đây của họ thành các mục tập trung vào "tiền bạc", trong đó đưa ra những lời khuyên hữu ích về đầu tư cá nhân. Các bài báo về các tập đoàn từng được viết như thể chúng chỉ dành cho những người trong ngành hoặc bản thân các tập đoàn đã thay đổi phong cách hướng tới cơ hội kiếm lời cho các nhà đầu tư cá nhân. Những bài viết này thường xuyên bao gồm ý kiến của các nhà phân tích về ảnh hưởng của tin tức đối với các nhà đầu tư.

Theo một nghiên cứu vào năm 2004 của James Hamilton, tin tức mang nội dung "khô khan" vào buổi tối trên truyền hình Hoa Kỳ đã suy giảm dần dần trong nhiều thập kỷ trước đó để chuyển sang ưu ái các tin tức mang tính kể chuyện hoặc đem lại giá trị hành động tức thì cho người xem. Hamilton cho rằng sự thay đổi này làm tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp truyền thông tin tức và lợi thế cạnh tranh khi ngày càng phụ thuộc vào việc duy trì các khách hàng cận biên (*marginal*

customers), những người ít nhu cầu hiểu sâu. Tin tức về các mẹo đầu tư tự nhiên triển nở trong môi trường như vậy.

Báo cáo tăng cường về các lựa chọn đầu tư dẫn đến nhu cầu về cổ phiếu tăng lên, giống như quảng cáo cho một sản phẩm tiêu dùng làm cho mọi người quen thuộc hơn với sản phẩm, nhắc nhở rằng họ có thể mua và cuối cùng thúc đẩy việc mua hàng. Hầu hết các quảng cáo thực sự không phải lời trình bày các thông tin thực của một sản phẩm mà chỉ là một lời nhắc nhở về sản phẩm và hình ảnh của nó. Với độ phủ sóng truyền thông cao của các khoản đầu tư, sự bùng nổ của thị trường chứng khoán sẽ không gây ngạc nhiên hơn doanh số tăng cao của chiếc xe thể thao tiện ích mới nhất sau một chiến dịch quảng cáo lớn.

Một bằng chứng nữa cho thấy sự tăng trưởng của truyền thông thúc đẩy thị trường chứng khoán như giờ đây chúng ta biết rằng sau thời kỳ đỉnh cao của thị trường năm 2000, báo cáo kinh doanh đã bị ảnh hưởng lớn trước sự sụt giảm mức quan tâm của công chúng. Các tạp chí kinh doanh nổi danh một thời như Red Herring, Industry Standard và những tạp chí khác đã phá sản.

Lượng người xem của các mạng lưới truyền hình lớn về kinh doanh cũng bị ảnh hưởng. Doanh số bán sách kinh doanh giảm mạnh sau năm 2000.

Sự chú ý đến thị trường chứng khoán còn được níu kéo bởi các tờ báo còn sống sót cũng giảm sau năm 2000. Theo một nghiên cứu thuộc Lexis-Nexis (*tập đoàn cung cấp nghiên cứu pháp lý dưới hỗ trợ của máy tính cũng như nghiên cứu kinh doanh và dịch vụ quản lý rủi ro – chú thích của người dịch*), số lượng bài báo đề cập đến thị trường chứng khoán trên các tờ báo lớn của Mỹ đã tăng gấp ba lần từ năm 1990 đến năm 1998, sau đó nổi thêm một thời gian nhờ tin tức về các bê bối tài chính. Nhưng đến năm 2004, con số đã giảm hơn 50% so với mức đỉnh.

Các dự báo lạc quan gia tăng của chuyên gia phân tích

Dự báo ngày càng lạc quan của các nhà phân tích theo dữ liệu từ

Zacks Investment Research về đề xuất của các nhà phân tích đối với khoảng 6.000 công ty, chỉ có 1% được khuyến nghị "bán" từ hồi cuối năm 1999 (trong khi 69,5% là "mua" và 29,9% là "nắm giữ"). Tình huống này trái ngược hoàn toàn với tình trạng được chỉ ra bởi dữ liệu trước đó. Khi mà cách đấy mười năm về trước, tỉ lệ bán ở mức 9,1%, tức cao gấp 9 lần.

Các nhà phân tích đặc biệt miễn cưỡng đưa ra khuyến nghị bán gần mức đỉnh của thị trường chứng khoán vì một vài lý do. Một lý do thường được đưa ra cho sự miễn cưỡng này là khuyến nghị bán có thể gây ra sự phẫn nộ của công ty liên quan. Các công ty này có thể trả đũa bằng cách từ chối nói chuyện với các nhà phân tích mà họ xem là gửi báo cáo tiêu cực, loại trừ họ khỏi các phiên thông tin và không cho họ gặp các nhân sự chủ chốt khi họ chuẩn bị dự báo thu nhập. Tình huống này, xảy ra trong giai đoạn tiệm cận đỉnh cao của thị trường, thể hiện một sự thay đổi cơ bản trong văn hóa của ngành đầu tư và theo cách hiểu ngầm rằng các khuyến nghị mà nhà phân tích đưa ra là hoàn toàn khách quan.

Một lý do khác khiến nhiều nhà phân tích không muốn đưa ra các khuyến nghị bán là vì ngày càng có nhiều nhà phân tích được các công ty bảo lãnh phát hành chứng khoán tuyển dụng và các công ty này không muốn nhà phân tích của họ làm bất cứ điều gì có thể gây nguy hiểm cho khía cạnh sinh lợi này của doanh nghiệp. Các nhà phân tích liên kết với các ngân hàng đầu tư đã đưa ra các đề xuất có lợi hơn đáng kể so với các nhà phân tích không liên kết, cho các công ty mà chủ lao động của họ là đồng bảo lãnh hoặc lãnh đạo, mặc dù dự báo thu nhập của họ thường không mạnh hơn.

Những người biết rõ câu chuyện sẽ nhận ra rằng các khuyến nghị "nắm giữ" trông giống các khuyến nghị "bán" của những năm trước đó hơn. Năm 1999, James Grant, một nhà bình luận thị trường nổi tiếng, đã viết, "Sự trung thực không bao giờ là một trung tâm lợi nhuận trên Phố Wall, nhưng các nhà môi giới thường cố che dấu vấn đề của họ. Bây giờ họ đã ngừng giả vờ. Hơn bao giờ hết, tên gọi nghiên cứu chứng khoán cũng chỉ là một nhánh của bán hàng. Các nhà đầu tư, hãy coi chừng".

Khuyến nghị của các nhà phân tích đã được chuyển đổi bởi một cái gì đó tương tự như lạm phát về mức đánh giá trong các trường học của chúng ta: C từng là điểm trung bình, nhưng bây giờ nó được coi là tiệm cận với thất bại. Nhiều người trong chúng ta biết về sự thổi phồng như vậy xảy ra, và chúng ta cố gắng sửa nó khi giải thích điểm số của con cái của chúng ta. Tương tự như vậy, trong thị trường chứng khoán, chúng ta đưa các yếu tố lạm phát vào khuyến nghị của các nhà phân tích. Nhưng không phải ai cũng có thể chỉnh sửa thích đáng ngôn ngữ quá bay bổng của các nhà phân tích, và do đó, hiệu ứng chung của các tiêu chuẩn đã thay đổi của họ đã khuyến khích định giá cổ phiếu cao hơn.

Hơn nữa, nó không chỉ là một sự thay đổi trong các đơn vị đo lường đã xâm nhiễm các báo cáo phân tích. Ngay cả dự báo định lượng của họ về tăng trưởng thu nhập cũng cho thấy xu hướng tăng (*upward bias*). Theo nghiên cứu của Steven Sharpe thuộc Ủy ban Dự trữ Liên bang, kỳ vọng tăng trưởng thu nhập S&P 500 của các nhà phân tích đã vượt quá mức tăng trưởng thực tế mười chín năm trong tổng cộng hai mươi mốt năm từ năm 1979 đến năm 1999. Chênh lệch trung bình giữa tăng trưởng dự kiến và tăng trưởng thực tế của thu nhập là 9 điểm phần trăm. Các nhà phân tích đã vượt qua cả suy thoái kinh tế giai đoạn 1980-1981 và suy thoái giai đoạn 1990-1991, khi đưa ra dự báo tăng trưởng thu nhập trong phạm vi 10%. Từ nghiên cứu của nhà kinh tế học Sharpe, các nhà phân tích đã không dự đoán được mức độ giảm mạnh của thu nhập vào khoảng năm 2001.

Thiên kiến sai lệch này trong các dự báo của các nhà phân tích là đặc thù của dự đoán trước một năm của họ; họ thường tỉnh táo hơn khi dự đoán công bố thu nhập tiếp theo ngay trước khi nó được phát hành. Các nhà phân tích có xu hướng thuận theo mong ước các công ty là được nhìn thấy những bất ngờ thu nhập tích cực mỗi quý, bằng cách đưa ra các ước tính giảm nhẹ so với con số thực tế. Sau đó, các công ty, ngay trước khi đưa ra thông báo thu nhập, đã nói chuyện với các nhà phân tích có dự báo ở mức cao, thúc giục họ giảm xuống, trong khi bỏ qua việc nói chuyện với các nhà phân tích có dự báo ở mức thấp, do đó tạo ra sự sai

lệch trong dự báo thu nhập trung bình mà không bị sai lệch đến mức thiếu trung thực một cách trắng trợn. Thông thường khách hàng sẽ đánh giá dự báo của nhà phân tích bằng hình thức rất tự nhiên là so sánh thông báo thu nhập gần nhất với dự báo mới nhất, và do đó các nhà phân tích đã không đánh giá quá cao thu nhập ngay trước khi chúng được công bố, nếu không họ rõ ràng sẽ bị xấu mặt.

Xu hướng tăng thiên lệch của các nhà phân tích, đã xuất hiện khi dự đoán về tương lai mơ hồ, không khác biệt, không phải là kết quả hàng quý hoặc hàng năm ngay lập tức. Và đó là những kỳ vọng cho tương lai mơ hồ, không phân biệt, thậm chí vượt xa dự báo một năm, nằm sau những định giá thị trường ở mức cao mà chúng ta đã thấy tại vùng đỉnh của thị trường chứng khoán thiên niên kỷ. Theo một nghiên cứu khác của Steven Sharpe, chênh lệch 1 điểm phần trăm các nhà phân tích dự báo tăng trưởng thu nhập của ngành từ các nhà phân tích đã tạo ra sự gia tăng 5-8% trong tỉ lệ PE của ngành. Do đó, Sharpe kết luận rằng sự gia tăng trong kỳ vọng tăng trưởng dài hạn của các nhà phân tích "có vẻ như là một yếu tố chính thúc đẩy giá trị thị trường cổ phiếu tăng vọt trong nửa cuối thập niên 1990".

Các nhà phân tích đã có một vài lo lắng về việc cùng nhau có cái nhìn quá lạc quan về tương lai xa. Họ rõ ràng đã kết luận rằng sự lạc quan chung như vậy đơn giản là tốt cho kinh doanh. Chắc chắn họ nhận thấy rằng các nhà phân tích đồng nghiệp của họ cũng đang thể hiện sự lạc quan lâu dài như vậy, và đông người cùng nghĩ vậy thì sao mà sai được. Thường xuyên cung cấp "triển vọng tuyệt vời của Hoa Kỳ" cho công chúng đầu tư như vậy, có lẽ họ đã suy nghĩ rất ít về tính chính xác của nó.

Các vấn đề liên quan đến khuyến nghị của các nhà phân tích đã giảm đi phần nào sau khi thị trường chứng khoán lên đến đỉnh điểm. Một số công ty tự nguyện đưa ra các quy tắc mới yêu cầu các nhà phân tích của họ thực sự đưa ra khuyến nghị bán. Nhờ Quy định về Công bố thông tin Công bằng do Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ áp đặt vào tháng 10 năm 2000, các nhà phân tích từng chỉ trích công ty không còn

bị loại trừ khỏi các cuộc họp thông tin, mà giờ đây thậm chí các công ty buộc phải mở cửa cho công chúng có thể tham gia. Cùng với nhiều quy định khác, Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002 bắt buộc các báo cáo nghiên cứu của các nhà phân tích không bị ảnh hưởng bởi những người liên quan đến ngân hàng đầu tư, rằng không có bất kỳ sự trả thù nào đối với các nhà phân tích có báo cáo nghiên cứu mâu thuẫn với một ngân hàng đầu tư và các công ty thiết lập các phân vùng thông tin giữa các bộ phận phân tích chứng khoán và ngân hàng đầu tư của họ. Năm 2003, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch đã công bố Thỏa thuận Nghiên cứu Phân tích Toàn cầu trị giá 1,4 tỷ đô la cho mười công ty đầu tư hàng đầu ở Hoa Kỳ, bị cáo buộc cung cấp cho khách hàng của họ phân tích thiên vị nhằm mục đích thúc đẩy kinh doanh cho ngân hàng đầu tư của họ. Trong tổng số tiền này, 80 triệu đô la đã được dành cho một chương trình giáo dục của nhà đầu tư. Các báo cáo phân tích cũng bắt đầu tiết lộ tỉ lệ phần trăm khuyến nghị bán-trung lập-mua (*sell-neutral-buy*) để cung cấp bối cảnh cho các nhà đầu tư đọc báo cáo. Thỏa thuận này dường như đã làm giảm thiên vị lạc quan trong dự báo thu nhập đã tồn tại trong thời kỳ Bùng nổ Thiên niên kỷ, không chỉ ở Hoa Kỳ, mà còn lan tỏa đến nhiều quốc gia.

Sự nở rộ các chương trình hưu trí có mức đóng xác định

Những thay đổi theo thời gian về bản chất của các kế hoạch hưu trí dành cho nhân viên trong thời kỳ Bùng nổ thiên niên kỷ khuyến khích mọi người tìm hiểu và cuối cùng chấp nhận rằng cổ phiếu là một hình thức đầu tư. Mặc dù những thay đổi này vốn không thiên về cổ phiếu so với các khoản đầu tư khác cho nghỉ hưu, nhưng họ đã làm điều đó bằng cách buộc mọi người phải đưa ra lựa chọn rõ ràng trong số các khoản đầu tư hưu trí của họ, những lựa chọn trước đây được áp sẵn cho họ, theo hướng khuyến khích đầu tư vào cổ phiếu. Đưa ra những lựa chọn như vậy đã dạy mọi người về chứng khoán và gia tăng mức độ quen thuộc với chúng.

Sự thay đổi mang tính cách mạng nhất trong các tổ chức này ở Hoa Kỳ là việc mở rộng chương trình hưu trí có mức đóng xác định (*defined*

contribution pension plans) tương ứng với sự thu hẹp của chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước (*defined benefit plans*). Một cột mốc quan trọng đã xuất hiện vào năm 1981, khi kế hoạch 401(k) đầu tiên được tạo ra; nó đã sớm được phê chuẩn bởi một phán quyết mang tính bước ngoặt của Tổng vụ Thu thuế Quốc gia (*Internal Revenue Service*). Trước ngày đó, các chương trình hưu trí của người sử dụng lao động thường thuộc loại chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước, trong đó người sử dụng lao động chỉ hứa trả lương hưu cố định cho nhân viên của mình khi họ nghỉ hưu. Khoản dự phòng để trả chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước được người sử dụng lao động quản lý. Với các kế hoạch 401(k) (cũng như các kế hoạch tương tự như 403(b)), nhân viên được trao cơ hội để đóng góp một phần lương tạm hoãn nghĩa vụ thuế vào tài khoản hưu trí của họ. Lúc này, họ nắm quyền sở hữu tài khoản hưu trí 401(k) của mình và phải phân bổ chúng vào cổ phiếu, trái phiếu và tài khoản thị trường tiền tệ. Luật thuế bắt đầu khuyến khích người sử dụng lao động đóng góp phần tương đương với khoản góp của nhân viên bỏ vào tài khoản 401(k), do đó tạo một động lực mạnh mẽ cho nhân viên tham gia.

Các yếu tố khác nhau cũng khuyến khích sự tăng trưởng của các chương trình hưu trí có mức đóng xác định kể từ đáy thị trường Hoa Kỳ năm 1982. Theo truyền thống, các công đoàn lao động tìm kiếm chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước cho các thành viên của họ như một cách để đảm bảo phúc lợi của nhân viên khi nghỉ hưu, và sự suy giảm của các công đoàn có nghĩa là giảm hỗ trợ cho những chương trình này. Tầm quan trọng của lĩnh vực sản xuất, một thành trì lâu dài của các công đoàn lao động và chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước đã bị thu hẹp. Các chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước trở nên ít phổ biến hơn với ban điều hành, bởi vì cái gọi là chương trình được chi quá mức đôi khi khiến các công ty dễ bị thâu tóm. Mặt khác, các chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước có thể khiến các công ty gặp khó khăn vì các nghĩa vụ ngày càng tăng và không

chắc chắn khi người lao động sống lâu hơn. Trong khi đó các chương trình hưu trí có mức đóng xác định được coi là ít tốn chi phí quản lý hơn so với các chương trình hưu trí có mức hưởng xác định trước. Hơn nữa, các chương trình hưu trí có mức đóng xác định trở nên phổ biến hơn với những nhân viên thích giám sát các khoản đầu tư của họ, và do đó các công ty bắt đầu đề xuất các chương trình này cho mọi nhân viên.

Thông qua các ưu đãi thuế khi tham gia vào các chương trình để đưa ra lựa chọn giữa cổ phiếu và trái phiếu, chính phủ buộc người lao động phải tìm hiểu về lợi thế của cổ phiếu so với trái phiếu hoặc các khoản đầu tư vào thị trường tiền tệ. Bất kỳ động cơ nào tìm hiểu về một phương tiện đầu tư đều có khả năng thúc đẩy nhu cầu về nó. Năm 1954, Sở giao dịch Chứng khoán New York thực hiện một nghiên cứu tiếp thị để hiểu cách thúc đẩy sự quan tâm của công chúng với thị trường chứng khoán, với kết luận rằng hầu hết mọi người không biết nhiều về chứng khoán: chỉ 23% công chúng đủ kiến thức để định nghĩa được thế nào là một cổ phiếu. Hơn nữa, cuộc khảo sát cho thấy sự không tin tưởng mơ hồ của công chúng đối với thị trường chứng khoán. Vì vậy, Sở giao dịch đã tổ chức một loạt các hội thảo thông tin công cộng để cố gắng khắc phục sự thiếu hiểu biết và định kiến đối với đầu tư cổ phiếu. Nhưng không có hội thảo nào mà Sở giao dịch có đủ khả năng tổ chức có thể so sánh với hiệu quả của việc học thông qua thực hành từ các chương trình hưu trí có mức đóng xác định. Qua đó, giúp gia tăng kiến thức và sự quan tâm của cộng đồng đến cổ phiếu.

Nếu sự chú ý của một người đến thị trường chứng khoán được lọc qua lăng kính của chương trình hưu trí, nó có thể khuyến khích tư duy dài hạn hơn. Mục đích đã nêu của kế hoạch 401(k) là chuẩn bị cho nghỉ hưu mà đối với hầu hết người lao động là câu chuyện của rất nhiều năm về sau. Một nhà tài trợ kế hoạch 401(k) không kêu gọi người tham gia để trình bày các mẹo về cơ hội đầu tư ngắn hạn, còn các tuyên bố về giá trị danh mục đầu tư được gửi đi nhưng không thường xuyên. Người tham gia không thể kiểm tra giá trị danh mục đầu tư của mình mỗi ngày trên

báo. Suy nghĩ dài hạn này có thể thúc đẩy định giá thị trường chứng khoán bằng cách chuyển hướng các nhà đầu tư khỏi mối bận tâm với những biến động ngắn hạn.

Nhìn chung, khuyến khích các nhà đầu tư suy nghĩ dài hạn hơn có lẽ là một điều tốt. Nhưng một hiệu ứng bổ sung của kế hoạch 401(k) trong Bùng nổ thiên niên kỷ, là cấu trúc có thể thúc đẩy nhu cầu đối với cổ phiếu hơn nữa thông qua một cơ chế tâm lý khác. Bằng cách cung cấp nhiều danh mục đầu tư trên thị trường chứng khoán để nhân viên lựa chọn, người sử dụng lao động có thể tạo ra nhu cầu về cổ phiếu. Hiệu ứng của các danh mục đối với các lựa chọn đầu tư cuối cùng đã được các nhà kinh tế Shlomo Benartzi và Richard Thaler chứng minh. Họ đã tìm thấy, bằng cách sử dụng cả dữ liệu thực nghiệm và dữ liệu thực tế về phân bổ quỹ hưu trí, mọi người có xu hướng phân bổ đều vào các tùy chọn có sẵn, mà không liên quan đến nội dung của các tùy chọn. Ví dụ, nếu kế hoạch 401(k) cung cấp lựa chọn quỹ chứng khoán và quỹ trái phiếu, nhiều người sẽ đặt 50% khoản đóng góp của họ vào mỗi quỹ. Thay vào đó, nếu kế hoạch đưa ra lựa chọn giữa một quỹ cổ phiếu và một quỹ cân bằng (với 50% cổ phiếu và 50% trái phiếu trong đó), mọi người vẫn sẽ có xu hướng đặt 50% vào mỗi quỹ, mặc dù hiện tại họ đã thực sự đặt 75% danh mục đầu tư của mình vào cổ phiếu.

Các tùy chọn được cung cấp như một phần của kế hoạch 401(k) có xu hướng thiên nhiều về cổ phiếu. Ngược lại, hầu hết các kế hoạch 401(k) không có bất kỳ lựa chọn bất động sản nào. Theo cách này, sự tăng trưởng của các kế hoạch 401(k) đã khuyến khích sự tăng trưởng của mối quan tâm từ công chúng với thị trường chứng khoán so với thị trường bất động sản. Thật vậy, kế hoạch 401(k) điển hình trong những năm 1990 đã đưa ra các lựa chọn giữa một quỹ cổ phiếu, một quỹ cân bằng (thường là 60% cổ phiếu và 40% trái phiếu), cổ phiếu công ty (đầu tư vào chính công ty đang làm), có thể là một quỹ đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (ví dụ như một quỹ tăng trưởng), một quỹ trái phiếu và một quỹ thị trường tiền tệ, cũng như các hợp đồng đầu tư được đảm bảo thu nhập cố định. Không

có gì đáng ngạc nhiên khi những phát hiện từ nghiên cứu Benartzi và Thaler cho thấy người ta đầu tư vào chứng khoán với tỉ lệ cao hơn, do có rất nhiều lựa chọn liên quan đến chứng khoán được bày ra trước mặt họ. Hơn nữa, vì có sự thiên vị với cổ phiếu – giống như ở các cửa hàng bán rượu bày nhiều biến thể của rượu hơn là vodka – mà khi giành được nhiều sự chú ý hơn chúng sẽ dễ được chọn hơn.

Theo một cách tinh tế, giá trị lãi suất hoặc giá trị tò mò của cổ phiếu, chứ không phải bất kỳ loại quy trình ra quyết định hợp lý nào, đã khuyến khích các nhà đầu tư trong thời kỳ Bùng nổ Thiên niên kỷ muốn mua nhiều cổ phiếu hơn so với trước đây. Và sự quan tâm dường như vô thức này đã giúp đẩy giá thị trường chứng khoán lên cao.

Sự tăng trưởng của các quỹ tương hỗ

Bùng nổ Thiên niên kỷ cũng trùng hợp với sự tăng trưởng đặc biệt trong ngành công nghiệp quỹ tương hỗ và sự phát triển của quảng cáo cho các quỹ tương hỗ. Năm 1982, khi thị trường bắt đầu đà tăng trưởng dài hạn, chỉ có 340 quỹ tương hỗ ở Hoa Kỳ. Đến năm 1998, đã có thêm 3.513 quỹ tương hỗ, nhiều hơn số lượng các cổ phiếu niêm yết trên thị trường chứng khoán New York. Năm 1984, có 8,9 triệu tài khoản cổ đông quỹ tương hỗ trong nước tại Hoa Kỳ, bằng tỉ lệ một trên mười hộ gia đình ở Hoa Kỳ. Đến năm 2007, có 145 triệu tài khoản cổ đông như vậy, tức hơn một tài khoản trên mỗi hộ gia đình. Sau đỉnh cao thị trường chứng khoán năm 2007, sự tăng trưởng về số lượng tài khoản bị đình trệ và đến năm 2013, con số này đã giảm xuống còn 121,6 triệu tài khoản, thấp hơn con số ở đỉnh năm 2007.

Các quỹ tương hỗ thực ra là một loại "bình mới rượu cũ". Các công ty đầu tư đã phát triển ở Hoa Kỳ đầu những năm 1820, mặc dù khi đó chúng không được gọi là quỹ tương hỗ. Quỹ đầu tư Tín thác Massachusetts (*Massachusetts Investors Trust*), thường được coi là quỹ tương hỗ đầu tiên, được thành lập năm 1924. Nó khác với các quỹ đầu tư tín thác khác ở điểm nó đã công bố bản danh mục đầu tư của mình, hứa hẹn các chính

sách đầu tư và tự thanh lý khi các nhà đầu tư yêu cầu chuyển các khoản đầu tư của họ thành tiền. Nhưng quỹ tương hỗ đầu tiên này đã khởi đầu chậm chạp: các nhà đầu tư không nhanh chóng đánh giá cao lợi thế của nó. Thay vào đó, thị trường tăng trưởng của thập niên 1920 đã chứng kiến sự gia tăng của nhiều quỹ đầu tư khác: các công ty đầu tư không có biện pháp bảo vệ mà chúng ta thường thấy ở các quỹ tương hỗ ngày nay, phần nhiều trong số đó hoạt động không trung thực, và một số thậm chí là các kế hoạch lừa đảo Ponzi (xem Chương 5).

Sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929, nhiều quỹ đầu tư trong số này thậm chí còn trở nên kém giá trị hơn so với thị trường nói chung, và công chúng đã nhận quả đắng khi đặt niềm tin vào các quỹ đầu tư tín thác. Cụ thể, họ cảm thấy bị phản bội bởi những người quản lý của các quỹ tín thác, những người thường theo đuổi lợi ích riêng của bản thân trong cuộc xung đột trắng trợn với những nhà đầu tư của họ. Đạo luật Công ty Đầu tư năm 1940, đã thiết lập các quy định cho các công ty đầu tư, giúp khôi phục lại thước đo niềm tin của công chúng. Nhưng mọi người cần nhiều hơn là các quy định của chính phủ; họ cần một cái tên mới, một cái tên không gợi nhớ về nỗi đau đặt trọn niềm tin vào quỹ đầu tư như xưa. Thuật ngữ quỹ tương hỗ, tương tự như ngân hàng tiết kiệm tương hỗ và công ty bảo hiểm tương hỗ. Khi đặt trên dựa theo các tổ chức đáng kính đã sống sót sau vụ sụp đổ trên thị trường chứng khoán, mà phần lớn không bị ảnh hưởng bởi vụ bê bối, quỹ đầu tư nghe có vẻ đáng tin và hấp dẫn hơn với các nhà đầu tư.

Ngành công nghiệp quỹ tương hỗ đã được trao cho động lực mới bởi Đạo luật Bảo đảm Thu nhập Hưu trí của Người lao động năm 1974, đạo luật này tạo ra các Tài khoản Hưu trí Cá nhân (*Individual Retirement Accounts – IRA*). Nhưng ngành công nghiệp chỉ thực sự cất cánh sau khi thị trường tăng giá bắt đầu vào năm 1982. Một phần lý do khiến các quỹ tương hỗ tăng trưởng nhanh chóng sau ngày đó là vì chúng được sử dụng như một phần của kế hoạch hưu trí 401(k). Khi mọi người quyết định cân đối tài khoản hưu trí của họ vào các quỹ tương hỗ, họ dần trở nên

quen thuộc hơn với khái niệm này; do đó họ có xu hướng đầu tư nhiều vào các quỹ này hơn cho các tài khoản cá nhân không phải kế hoạch 401(k) của mình.

Một lý do khác cho sự tăng trưởng bùng nổ của quỹ là vì họ đã chi rất nhiều tiền cho quảng cáo. Trong thời kỳ Bùng nổ Thiên niên kỷ, các chương trình truyền hình, tạp chí và tin tức thường xuyên đưa quảng cáo cho họ và các nhà đầu tư chủ động (*active investor*) đã nhận được quảng cáo không mong muốn trong thư. Các quỹ tương hỗ khuyến khích các nhà đầu tư ngây thơ hơn tham gia vào thị trường bằng cách khiến họ nghĩ rằng các chuyên gia quản lý quỹ sẽ giúp họ tránh xa những cạm bẫy.

Do đó, sự phổ biến của các quỹ tương hỗ tập trung sự chú ý của công chúng vào thị trường, với hiệu ứng khuyến khích biến động giá đầu cơ trong toàn thể thị trường chứng khoán thay vì trong các cổ phiếu riêng lẻ. Khái niệm phổ biến rằng đầu tư quỹ tương hỗ là hợp lý, thuận tiện và an toàn đã khuyến khích nhiều nhà đầu tư đã từng sợ hãi thị trường lại muốn tham gia vào nó, từ đó góp phần thúc đẩy thị trường đi lên (Xem Chương 12 để biết thêm thảo luận về thái độ của công chúng đối với các quỹ tương hỗ).

Sự suy giảm của lạm phát và ảnh hưởng của ảo giác về tiền bạc

Triển vọng về lạm phát của Hoa Kỳ, được đo bằng tỉ lệ phần trăm thay đổi trong chỉ số giá tiêu dùng, dần dần được cải thiện trong quá trình Bùng nổ Thiên niên kỷ. Vào năm 1982, mặc dù lạm phát ở Mỹ vào khoảng 4% một năm, vẫn có sự không chắc chắn đáng kể về việc liệu nó có trở lại mức cao (gần 15% trong năm) hay không vào năm 1980. Mức tăng giá cổ phiếu ấn tượng nhất của thị trường tăng giá đã xảy ra khi tỉ lệ lạm phát đã ổn định ở mức 2-3% vào giữa thập niên 1990, và sau đó nó đã giảm xuống dưới 2%.

Công chúng nói chung đã chú ý rất nhiều đến lạm phát, vì cuối những năm 1990, các nghiên cứu về thái độ của công chúng đối với nó đã tiết

lộ. Mọi người tin rằng tỉ lệ lạm phát là một thước đo sức khỏe kinh tế và xã hội của một quốc gia. Người ta cho rằng lạm phát cao biểu thị sự xáo trộn kinh tế, mất đi các giá trị cơ bản và sự thất thế của quốc gia trước người nước ngoài. Lạm phát thấp được xem là một dấu hiệu của sự thịnh vượng kinh tế, công bằng xã hội và chính phủ tốt. Nhiều thái độ trong số này vẫn còn tồn tại trong chúng ta đến ngày hôm nay, mặc dù có lẽ không mạnh mẽ sau hai mươi năm lạm phát thấp đến mức đáng lo ngại. Do đó, không có gì đáng ngạc nhiên khi tỉ lệ lạm phát giảm trong khoảng thời gian Bùng nổ Thiên niên kỷ đã thúc đẩy niềm tin của công chúng và do đó thúc đẩy định giá thị trường chứng khoán.

Nhưng từ quan điểm hoàn toàn duy lý, phản ứng của thị trường chứng khoán đối với lạm phát là không phù hợp. Năm 1979, các nhà kinh tế Franco Modigliani và Richard Cohn đã xuất bản một bài báo lập luận rằng thị trường chứng khoán phản ứng không phù hợp với lạm phát vì mọi người không hiểu đầy đủ về tác động của lạm phát đối với lãi suất. Khi lạm phát tăng cao như lúc họ viết bài báo ở thời điểm gần đáy của thị trường chứng khoán năm 1982, lãi suất danh nghĩa (lãi suất thông thường mà chúng ta thấy được trích dẫn mỗi ngày) cao, bởi vì nó phải bù đắp cho nhà đầu tư ảnh hưởng từ lạm phát làm xói mòn giá trị đồng đô la. Tuy nhiên, lãi suất dài hạn thực tế dự kiến (lãi suất được điều chỉnh theo tác động dự kiến của lạm phát dài hạn trong tương lai) dường như không cao vào thời điểm đó, do vậy, không nên có bất kỳ phản ứng nào của thị trường chứng khoán đối với lãi suất danh nghĩa cao. Modigliani và Cohn cho rằng thị trường có xu hướng chán nản khi lãi suất danh nghĩa cao ngay cả khi lãi suất thực không cao vì một loại "ảo giác về tiền bạc", hoặc sự nhầm lẫn của công chúng về tác động của một bản vị tiền tệ thay đổi (*bản vị tiền tệ hay chế độ tiền tệ là hình thức tổ chức lưu thông tiền tệ của một quốc gia được xác định bằng luật pháp dựa trên một căn bản nhất định – chú thích của người dịch*). Khi có lạm phát, chúng ta đang thay đổi giá trị của đồng đô la, và do đó thay đổi thước đo mà theo đó chúng ta đo lường các giá trị. Đối mặt với thước đo thay đổi, không có gì đáng ngạc

nhiên khi nhiều người trở nên bối rối. Sự hiểu lầm của công chúng về lạm phát xảy ra gần đỉnh điểm của Bùng nổ Thiên niên kỷ có thể đã khuyến khích những kỳ vọng cao đối với lợi nhuận thực (được điều chỉnh theo lạm phát). Hầu hết dữ liệu về lợi nhuận của thị trường chứng khoán dài hạn trong quá khứ được lưu trữ trên các phương tiện truyền thông ở dạng danh nghĩa, mà không hề có điều chỉnh lạm phát, và mọi người có thể được khuyến khích một cách tự nhiên để mong đợi rằng lợi nhuận danh nghĩa như vậy sẽ tiếp tục trong tương lai. Tỉ lệ lạm phát (bị trì hoãn trung bình mười năm) vào cuối năm 1982 là hơn 8%; vào cuối thời kỳ Bùng nổ Thiên niên kỷ, nó đã giảm xuống dưới 3%. Do đó, mong đợi lợi nhuận danh nghĩa giữ nguyên trong giai đoạn cuối của đợt Bùng nổ cũng tương đương với mong đợi lãi suất thực tăng cao hơn nhiều.

Biểu đồ của chỉ số giá cổ phiếu lịch sử trên các phương tiện truyền thông hầu như được thể hiện dưới dạng danh nghĩa, không phải là lãi suất thực (đã được điều chỉnh lạm phát) được thể hiện trong các số liệu của cuốn sách này. Đến năm 2000, giá tiêu dùng của Mỹ đã tăng gần gấp đôi kể từ năm 1982. Lạm phát này đã tạo ra một xu hướng tăng mạnh mẽ đối với chỉ số giá chứng khoán dài hạn. Do đó, hành vi phi thường của thị trường chứng khoán thực vào đầu thiên niên kỷ, sự tăng vọt của giá cổ phiếu tạo đỉnh có thể nhìn thấy trong Hình 1.1, không có gì là nổi bật giữa các biểu đồ lịch sử lâu dài mà chúng ta thấy trên các phương tiện truyền thông. Trên thực tế, việc xem những biểu đồ này khuyến khích chúng ta nghĩ rằng không có gì bất thường xảy ra trên thị trường chứng khoán trong suốt Bùng nổ thiên niên kỷ.

Lý do các nhà báo viết tin nói chung không điều chỉnh lạm phát có lẽ là vì họ nghĩ rằng những điều chỉnh như vậy là bí truyền và sẽ không được độc giả đánh giá cao. Và họ có lẽ đúng. Công chúng thế giới chưa bao giờ học môn Kinh tế 101, còn những người đã học qua có lẽ đã quên rất nhiều những kiến thức họ học được. Do đó, họ đã không áp dụng bài học cơ bản rằng không có gì tự nhiên về việc đo lường giá cả bằng đô la khi số lượng và giá trị của đồng đô đó cực kỳ không ổn định. Công chúng

nói chung không hoàn toàn nhận thức được rằng thước đo thị trường chứng khoán có ý nghĩa hơn cũng tương tự như rổ hàng hóa với giá cả của chúng được điều chỉnh theo lạm phát giá tiêu dùng.

Sự nở rộ của khối lượng giao dịch: Các nhà môi giới chiết khấu, nhà giao dịch hàng ngày và giao dịch hai mươi bốn giờ

Tỉ lệ quay vòng (*Turnover Rate là tổng số cổ phần bán ra trong một năm chia cho tổng số cổ phần*) các cổ phiếu của Sở giao dịch chứng khoán New York tăng gần gấp đôi từ năm 1982 đến năm 1999, cụ thể từ 42% lên 78%. Thị trường NASDAQ, vốn chú trọng các cổ phiếu công nghệ cao, cho thấy sự gia tăng tỉ lệ quay vòng thậm chí còn lớn hơn, tăng từ 88% năm 1990 lên 221% vào năm 1999. Tỉ lệ quay vòng cao hơn có thể là biểu hiện của sự quan tâm của thị trường tăng lên do các yếu tố khác được đề cập ở đây. Nhưng một lý do khác cho sự gia tăng tỉ lệ quay vòng trên thị trường chứng khoán là chi phí thực hiện giao dịch giảm. Sau khi Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ (SEC) chỉ thị phí hoa hồng môi giới cạnh tranh vào năm 1975, tỉ lệ hoa hồng giảm ngay lập tức và nhà môi giới chiết khấu (*discount broker*) ra đời. Thay đổi công nghệ và tổ chức cũng rục rịch chuyển động. Những đổi mới như Hệ thống Thực thi Lệnh đặt Nhỏ (*hỗ trợ thanh toán bù trừ các giao dịch với khối lượng thấp – chú thích của người dịch*), được NASDAQ giới thiệu vào năm 1985 và các quy tắc xử lý lệnh mới do SEC ban hành vào năm 1997 đã dẫn đến chi phí giao dịch thấp hơn bao giờ hết. Các quy định của SEC khuyến khích tiếp cận bình đẳng với các thị trường. Theo đó, sản sinh một số lượng lớn các nhà đầu tư nghiệp dư có thể giao dịch trong ngày, họ cố gắng kiếm lợi nhuận bằng cách giao dịch nhanh chóng các cổ phiếu và sử dụng cùng hệ thống thực hiện lệnh như các chuyên gia.

Sự tăng trưởng đáng chú ý của các dịch vụ giao dịch trực tuyến trùng khớp với sự gia tăng ngoạn mục nhất của thị trường chứng khoán từ năm 1997 đến năm 2001. Theo một nghiên cứu của SEC, có 3,7 triệu tài khoản trực tuyến tại Hoa Kỳ vào năm 1997; đến năm 1999 đã có 9,7 triệu

tài khoản như vậy. Sự tăng trưởng của giao dịch trực tuyến, cũng như các dịch vụ thông tin và truyền thông dựa trên Internet có thể đã kích thích sự chú ý từng phút một đến thị trường. Giao dịch sau giờ giao dịch trên các sàn giao dịch cũng có khả năng tăng mức độ chú ý đến thị trường, vì các nhà đầu tư có thể theo dõi giá cả thay đổi trong phòng khách của mình trong thời gian rảnh rỗi.

Giá đầu cơ dường như biến động nhẹ bất cứ khi nào thị trường mở cửa. Biên độ thay đổi giá có xu hướng thấp hơn trong khoảng thời gian hai ngày bao gồm một ngày khi thị trường đóng cửa (ví dụ, trong thời gian Sở giao dịch chứng khoán New York đóng cửa vào thứ Tư). Do đó, rất hợp lý khi kỳ vọng rằng việc nở rộ giao dịch trực tuyến và mở cửa thị trường trong nhiều giờ hơn đã làm tăng sự biến động giá. Dự báo giá tăng hay giảm có phần ít chắc chắn hơn.

Tuy nhiên, có một số bằng chứng cho thấy rằng việc tiếp xúc thường xuyên hơn với bảng giá có thể làm giảm nhu cầu đối với cổ phiếu. Hai nhà kinh tế học Shlomo Benartzi và Richard Thaler đã chỉ ra rằng mô hình thời gian của sự chú ý đến giá cả thị trường có thể gây tác động quan trọng đến nhu cầu đối với cổ phiếu. Trong các tình huống thử nghiệm, nếu mọi người được xem dữ liệu hàng ngày về giá cổ phiếu, họ sẽ thể hiện sự quan tâm đến việc đầu tư vào cổ phiếu ít hơn nhiều so với khi chỉ được cho xem lợi nhuận trong thời gian dài hơn. Chứng kiến sự ồn ào hàng ngày của giá cổ phiếu rõ ràng gia tăng nỗi sợ hãi hơn về rủi ro vốn có của hoạt động đầu tư vào cổ phiếu. Do đó, những đổi mới về thể chế khuyến khích theo dõi giá thị trường thường xuyên hơn có thể có xu hướng làm giảm mức giá của thị trường.

Ngược lại, tần suất đọc giá cổ phiếu tăng lên do những thay đổi về thể chế và công nghệ gần đây có thể gây tác động ngược lại như quan sát được trong tình huống thử nghiệm do Benartzi và Thaler tạo ra. Trong môi trường không thử nghiệm, nơi sự tập trung chú ý của mọi người không bị kiểm soát bởi người thử nghiệm, tần suất quan sát giá tăng lên có thể có xu hướng làm tăng nhu cầu đối với cổ phiếu bằng cách thu hút

sự chú ý đến chúng. Và thay đổi sự chú ý của công chúng là một yếu tố quan trọng trong việc định giá các khoản đầu tư, một luận điểm sẽ được xây dựng trong Chương 10.

Sự trỗi dậy của các cơ hội đánh bạc

Thị trường cờ bạc được thương mại hóa và nhận sự hỗ trợ của chính phủ trở nên thịnh hành trên khắp thế giới trong thời kỳ Bùng nổ Thiên niên kỷ. Tỉ lệ phổ biến ngày càng tăng này tương đương với sự trọng vọng ngày càng tăng đối với thị trường và tài sản tư nhân, cũng như sự ngưỡng mộ ngày càng tăng đối với những người "chiến thắng" và sự khinh miệt với kẻ "thua cuộc".

Tại Hoa Kỳ, thị trường cờ bạc, cả hợp pháp và bất hợp pháp, đã chứng kiến sự gia tăng gấp sáu mươi lần về giá trị thực (được điều chỉnh theo lạm phát) trong giai đoạn từ năm 1962 đến năm 2000. Theo khảo sát qua điện thoại năm 2000, 82% người trưởng thành ở Hoa Kỳ đã đánh bạc trong năm trước, tăng từ 61% trong một nghiên cứu năm 1975. Số tiền bị đánh mất do đánh bạc của người dân ở Hoa Kỳ vào năm 2000 nhiều hơn số tiền họ đã bỏ ra để mua vé xem phim, nghe băng đĩa nhạc, giải trí ở công viên chủ đề, xem thể thao trong sân vận động.

Hầu hết các hình thức đánh bạc và xổ số đều bị các tiểu bang của Mỹ cấm vào những năm 1870 sau vụ bê bối xổ số ở Louisiana, và chính Công ty xổ số quốc gia Louisiana đã chính thức bị đóng cửa bởi một đạo luật năm 1890 cấm bán vé số qua thư của Quốc hội. Từ đó cho đến năm 1970, các cơ hội để đánh bạc một cách hợp pháp chủ yếu bị giới hạn trong các trường đua, một hình thức đánh bạc có giới hạn công khai và vào thời điểm đó, buộc con bạc phải đi đến một trường đua mới tham gia được. Nhưng đến năm 1975, đã có mười ba công ty xổ số nhà nước, và đến năm 1999, có ba mươi bảy công ty, cung cấp các phương tiện cá cược rất thuận tiện và dễ dàng. Cho đến năm 1990, các sòng bạc được hợp pháp hóa chỉ hoạt động ở Nevada và Atlantic City. Đến năm 1999, có gần 100 sòng bạc trên sông và bến cảng và 260 sòng bạc ở khu dành riêng cho người

bản địa Mỹ (*khu vực đất do một bộ lạc người bản địa Mỹ điều hành dưới sự giám sát của Cục Bản địa vụ thuộc Bộ Nội vụ Hoa Kỳ - chú thích của người dịch*). Trong cùng một khoảng thời gian, cá cược tại các trường đua cũng được mở rộng đáng kể, với sự phát triển của cá cược từ xa dựa trên các chương trình phát sóng vệ tinh của các cuộc đua. Truyền hình cáp và Internet giúp cởi bỏ giới hạn địa lý cho các cuộc đua khiến con bạc có thể ngồi nhà cá cược. Ngoài ra còn có sự phát triển của các thiết bị đánh bạc điện tử, bao gồm máy đánh bạc, video poker, video keno và các thiết bị độc lập khác. Ở một số tiểu bang, những thứ này thậm chí có thể được tìm thấy tại các điểm dừng xe tải, cửa hàng tiện lợi và cửa hàng xổ số. Tính phổ biến và tiện lợi của các cơ hội đánh bạc, và sức mạnh của chiến dịch tiếp thị nhằm thúc đẩy đánh bạc, là điều chưa từng có trong lịch sử. Sự gia tăng của các tổ chức đánh bạc và tần suất đánh bạc thực tế ngày càng tăng, có khả năng ảnh hưởng quan trọng đến văn hóa của chúng ta và thay đổi thái độ đối với việc chấp nhận rủi ro trong các lĩnh vực khác, chẳng hạn như đầu tư vào thị trường chứng khoán. Việc hợp pháp hóa cờ bạc dưới dạng xổ số nhà nước đôi khi được nhìn nhận như thể giúp các doanh nghiệp xổ số bất hợp pháp, thay vì thay thế nó, và do đó cũng có thể đã thúc đẩy các hoạt động mạo hiểm khác. Đánh bạc ngăn chặn sự ức chế tự nhiên chống lại rủi ro và một số loại hình cờ bạc, đặc biệt là xổ số, bề ngoài rất giống với thị trường tài chính: một người ngồi trước máy với máy tính để giao dịch, anh ta nhận được chứng chỉ (vé số) và trong trường hợp được gọi là mega-lottos xảy ra, người đó tham gia vào một hiện tượng quốc gia được bàn luận rất nhiều. Khi đã có thói quen tham gia đánh bạc như vậy, sẽ rất tự nhiên khi nâng cấp lên hình thức cao cấp hơn, đầu cơ vào chứng khoán.

Biến động thị trường chứng khoán cao nhất của Hoa Kỳ xảy ra trong khoảng thời gian từ năm 1929 đến năm 1933, khi nó cao hơn gấp đôi so với kỷ lục trước đây. Thời kỳ biến động này xảy ra trong một "cơn sốt cờ bạc" không phải do được hợp pháp hóa mà bởi các hoạt động tội phạm có tổ chức được tạo ra do sự cấm đoán đồ uống có cồn từ năm 1920 đến

năm 1933. Các băng đảng tội phạm phát triển sau năm 1920 để thỏa mãn cơn khát của quốc gia đối với rượu, việc phân nhánh thành các trò chơi số hoặc phiên bản lậu của các trò chơi đánh bạc như craps (gieo xúc xắc) và roulette (cò quay) là điều tự nhiên.

Tội phạm có tổ chức đã phát triển hệ thống phân phối, tiếp thị, bán lẻ hiện đại và hiệu quả để cung cấp cho quốc gia một lượng lớn rượu, vượt xa các thành trì của khu phố truyền thống. Hơn nữa, cơ sở hạ tầng này phục vụ các hoạt động đánh bạc bất hợp pháp ở quy mô lớn hơn nhiều. Chắc chắn sự thiếu tôn trọng luật pháp lan rộng trong thời kỳ cấm nấu và bán rượu đã giúp chính thức hóa hoạt động cờ bạc.

Một sự lan tỏa từ cờ bạc sang biến động tài chính có thể xuất hiện bởi tác động của cờ bạc và các tổ chức thúc đẩy nó. Họ đã gieo vào lòng người chơi ước tính về khả năng may mắn bị thổi phồng, mối quan tâm cao độ đến thành tích của mình so với người khác, và cách thức mới để kích thích bản thân thoát khỏi cảm giác buồn chán hoặc đơn điệu. Vào cuối những năm 1990, mọi người thường xuyên bị bủa vây bởi những quảng cáo rất chuyên nghiệp hòng thúc đẩy những thái độ như vậy, thậm chí quảng cáo trên đài phát thanh và truyền hình còn mô tả hình ảnh những người đánh bạc điển hình do các diễn viên gạo cội thủ vai. Những nỗ lực tiếp thị này kết hợp kinh nghiệm trực tiếp đánh bạc hoặc nhìn thấy người khác đánh bạc cũng có thể có tác dụng khuyến khích hành vi chấp nhận rủi ro phù phiếm trong thị trường chứng khoán. Những quảng cáo như vậy đôi khi thẳng thắn đáng ngạc nhiên. Vào năm 1999, gần thời kỳ đỉnh cao của thị trường chứng khoán, một bảng quảng cáo ngoài trời cho cá cược tại tiểu bang Connecticut để bằng những cái chữ lớn rằng "Giống như thị trường chứng khoán, chỉ khác là nhanh hơn".

CÁC YẾU TỐ XÚC TÁC THÚC ĐẨY BÙNG NỔ XÃ HỘI SỞ HỮU GIAI ĐOẠN 2003-2007

Khi ấn bản thứ hai của cuốn sách này ra mắt vào năm 2005, năm năm sau khi tôi biên soạn danh sách trên, tôi cảm thấy rằng tác động tâm lý

dẫn dắt thị trường của một số yếu tố trong mười hai yếu tố xúc tác đã biến mất hoặc giảm đi. Sự bùng nổ Internet vẫn đang diễn ra mạnh mẽ, nhưng những suy luận lạc quan nhất đã trở nên mất uy tín bởi bùng nổ của bong bóng dot-com. Đa số nghị sĩ trong cả hai viện của Quốc hội là người theo đảng Cộng hòa với các ưu ái dành cho doanh nghiệp, nhưng bấy giờ biến mất do cuộc bầu cử năm 2006 đã tạo ra số đảng viên Dân chủ lấn át ở cả hai viện. Chiến thắng của chủ nghĩa tư bản ở Liên Xô cũ và Trung Quốc giờ không còn là tin tức mới. Nhưng nhiều yếu tố xúc tác vẫn hoạt động. Các yếu tố này không cần nhất thiết thay đổi để thị trường giảm xuống giữa năm 2000 và năm 2003 như chúng ta sẽ thấy trong chương tiếp theo, về cơ chế khuếch đại, và các yếu tố xúc tác này có thể vẫn còn tồn tại để giúp cho sự đi lên từ năm 2003 đến 2007.

Những sự thúc đẩy khác đối với thị trường, những yếu tố xúc tác khác, cũng xuất hiện sau năm 2003, như được mô tả trong ấn bản thứ hai của cuốn sách. Những yếu tố bổ sung này cũng làm tăng nhiệt cả thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất.

Xã hội Sở hữu

Lý tưởng tư bản vào đầu thế kỷ hai mươi mốt dường như đang tiến hóa thành một lý tưởng thậm chí còn cực đoan hơn, khi mà giá trị tài sản tư hữu có ảnh hưởng lớn hơn đến cuộc sống của chúng ta. Chúng ta đã chứng kiến sự sụp đổ của chủ nghĩa cộng sản và chủ nghĩa xã hội truyền thống, sự suy giảm của các công đoàn lao động và sự chấm dứt của phong trào hợp tác xã và các phong trào xã hội khác. Còn bây giờ chúng ta chứng kiến những đổi mới tư bản như đấu giá và môi giới trực tuyến.

Tổng thống George W. Bush đã đặt tên cho xã hội mới này là "Xã hội Sở hữu" và dùng cụm từ này làm chiêu bài cho chiến dịch tái tranh cử tổng thống năm 2004 thành công của ông: "Và có một động lực nâng tầm vị thế xã hội ở Mỹ đi kèm với quyền sở hữu. Khi một người phụ nữ sở hữu công việc kinh doanh riêng, cô ấy sẽ nâng tầm vị thế xã hội của mình. Khi một người Latinh hoặc một người Mỹ gốc Phi mở doanh

nghiệp riêng, anh ta sẽ nâng tầm vị thế xã hội của mình. Quyền sở hữu là một phần mạnh mẽ của Giấc mơ Mỹ."

Bush muốn thấy quyền sở hữu nhà ở được nhân rộng khắp phần lớn xã hội của chúng ta. Ông đã cố gắng (và thất bại) trong việc thay đổi cấu trúc an sinh xã hội để khuyến khích người dân đầu tư vào thị trường chứng khoán thông qua tài khoản tiết kiệm hưu trí cá nhân. Mô hình này chứng kiến tài sản tư nhân vượt xa địa hạt truyền thống của nó, tiến vào các tài khoản tiết kiệm cho sức khỏe (*kế hoạch tiết kiệm không phải chịu thuế, bao hàm những chi phí y tế hiện tại và tương lai – chú thích của người dịch*) và phiếu học phí (*do chính phủ tài trợ để học sinh có thể theo học miễn phí ở một trường không phải trường công – chú thích của người dịch*). Các nhà kinh tế đã tô điểm tính ưu việt của tài sản tư nhân trong việc sắp xếp các ưu đãi và tạo ra những công dân cam kết cao độ, và những ý tưởng này đã định hình chính sách công khi đó.

Triết lý chính trị này không nhấn mạnh tầm quan trọng ở việc giám sát của chính phủ đối với các hoạt động cho vay thế chấp. Các cơ quan quản lý trong những năm trước cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 đã bỏ mặc những người cho vay dưới chuẩn phát triển nhanh chóng ở Hoa Kỳ với các công cụ đầy tham vọng. Theo đó cho phép họ gánh chịu rủi ro lớn để nhiều người có thể sở hữu nhà, bằng cách chấp thuận những người đi vay có điểm tín dụng thấp hoặc hồ sơ không đạt chuẩn được vay mua nhà. Khi cảm thấy trách nhiệm tự lực cánh sinh ngày càng lớn, mọi người càng cảm thấy bất an hơn. Họ cảm thấy như bị ném vào một thị trường việc làm thế giới đang thay đổi nhanh chóng mà có thể khiến họ trở nên giàu có hoặc đột nhiên đạp họ xuống đáy. Trong một cuộc khảo sát người mua nhà vào năm 2004, Karl Case và tôi đã hỏi: "Bạn có lo lắng rằng khả năng tạo thu nhập của bạn (hoặc hộ gia đình của bạn) như bạn kỳ vọng trong những năm tới gặp nguy hiểm vì những thay đổi trong nền kinh tế không (chẳng hạn ai đó ở Trung Quốc cạnh tranh với công việc của bạn, máy tính thay thế công việc của bạn,...)?" Gần một nửa trong số 442 đáp viên của chúng tôi (48%) cho biết họ có lo lắng. Một vài người

trong số họ nói rằng một động lực để mua căn nhà của họ là cảm giác an toàn mà sở hữu căn nhà đem lại khi đối mặt với những bất an khác. Nghịch lý thay, những lo ngại khiến mọi người tìm đến các khoản đầu tư để đảm bảo an ninh trong nền kinh tế tư bản thực sự có thể làm giảm tỉ lệ tiết kiệm cá nhân. Vì giá của khoản đầu tư tăng lên có thể khiến họ ảo tưởng rằng mình đang tiết kiệm nhờ sự đánh giá cao tài sản. Sự gia tăng giá trị nhà vào đầu những năm 2000 vượt xa số tiền mọi người tiết kiệm được từ tiền lương của họ. Lợi nhuận từ chênh lệch giá mua bán nhà từ năm 2001 đến năm 2003 đã làm tăng tài sản hộ gia đình ở Mỹ trung bình gấp mười lần so với lợi nhuận các khoản tiết kiệm cá nhân có thể đem lại trong giai đoạn đó. Đối với các chủ nhà, khoản tiết kiệm thực sự cho tương lai từ tiền lương dường như không liên quan đến viễn cảnh tăng giá trị tài sản đến từ việc không làm gì hơn ngoài mua và nắm giữ.

Chính sách tiền tệ hỗ trợ

Alan Greenspan tiếp tục là Chủ tịch của Cục Dự trữ Liên bang cho đến năm 2006, do đó định hướng nền kinh tế cho hầu hết thời gian của giai đoạn 2003-2007. Do đó, tiếng tăm về niềm tin mạnh mẽ của ông vào thị trường tự do vẫn là một trong những lý do để nghĩ rằng thị trường chứng khoán hay sự bùng nổ nhà ở sẽ không bị Fed kìm hãm, ngay cả khi tỉ lệ PE tăng cao đáng báo động. Danh tiếng của ông ngày càng khuyến khích sự lạc quan cho thị trường.

Trong những năm bùng nổ vào cuối thập niên 1990, Alan Greenspan và Ủy ban Thị trường mở Liên bang (FOMC) của ông đã không làm gì để ngăn chặn sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán cho đến khi kết thúc, chứng kiến sự tăng giá mạnh mẽ của thị trường trong hơn bốn năm mà không hề có bất kỳ nỗ lực nào kiềm cương nó lại. Ngược lại, có vẻ như nhiều người trong thời kỳ Bùng nổ Xã hội Sở hữu nhận thấy Fed hành động chỉ để ngăn chặn sự sụt giảm của thị trường, bởi vì Greenspan lo ngại sự sụt giảm như vậy sẽ làm suy yếu nền kinh tế thực.

Greenspan đã nói nhiều lần về "tính linh hoạt" của nền kinh tế Hoa Kỳ. "Một nền kinh tế càng linh hoạt," ông nói trong một bài phát biểu năm 2005, "càng có khả năng tự điều chỉnh sau những xáo trộn không thể tránh khỏi, nhưng thường có những nhiễu loạn không lường trước được." Hàm ý của phát biểu này là ông sẽ không làm gì để ngăn chặn sự Bùng nổ Xã hội Sở hữu với tư cách là Chủ tịch Fed.

Nhiều người nghĩ rằng Greenspan ủng hộ thị trường chứng khoán đến nỗi sự hiện diện của ông với tư cách là chủ tịch Fed cũng tốt như một quyền chọn bán (*put option*) đặt cược vào thị trường chứng khoán nhằm bảo vệ chúng ta khỏi sự suy giảm của thị trường. Lý do đằng sau quyền chọn của Greenspan là Greenspan đã sử dụng quyền lực của mình để ngăn chặn một sự thất bại của thị trường chứng khoán: vào năm 1987, sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán; vào năm 1998, sau cuộc khủng hoảng nợ của Nga và sự sụp đổ của quỹ phòng hộ hàng đầu thời bấy giờ Long Term Capital Management; và vào đêm trước của thiên niên kỷ, khi ông ta thực hiện các bước để ngăn chặn cuộc "khủng hoảng Y2K" (*sự cố máy tính diễn ra vào thời khắc đầu tiên bước sang năm 2000, do các máy tính thế hệ cũ không thể nhận biết được sự khác biệt giữa các năm 2000 và 1900 – chú thích của người dịch*). Người ta nghĩ rằng ông ta đã chứng minh qua hành động của mình rằng ông ta sẽ không bao giờ để thị trường giảm mạnh.

Tất nhiên là sau đó, một số người cũng sẽ ghi nhận vì ông đã cắt giảm lãi suất rất mạnh vào ngày 3 tháng 11 năm 2001, khi bằng chứng về suy thoái kinh tế sắp xảy ra khá yếu. Trên thực tế, việc cắt giảm lãi suất đã diễn ra hai tháng trước khi bắt đầu cuộc suy thoái năm 2001. Thị trường chứng khoán thực sự phấn khích trước thông tin rằng Fed sẽ cắt giảm lãi suất rất mạnh và chỉ số NASDAQ đã trải qua mức tăng trong ngày lớn nhất từ trước đến nay là 14%. Cuối cùng, Fed đã cắt giảm lãi suất xuống mức thấp 1% khi thị trường chứng khoán giảm vào năm 2003. Việc cắt giảm lãi suất mạnh mẽ này đã đưa lãi suất thực (được điều chỉnh theo lạm phát) thành số âm, có lẽ là một yếu tố góp phần quan trọng vào bùng nổ nhà ở sau năm 2001.

Chính sách tiền tệ mở rộng không phải là một yếu tố nhất quán trong sự bùng nổ giá tài sản. Một nghiên cứu năm 2003 của Adam Posen thuộc Viện Kinh tế Quốc tế đã kết luận rằng trong số 24 đợt bùng nổ của thị trường chứng khoán toàn thế giới kể từ năm 1970, chỉ có sáu cuộc đi kèm với nới lỏng tiền tệ và trong số 18 lần bùng nổ giá bất động sản, lại một lần nữa chỉ có sáu cuộc đi kèm nới lỏng tiền tệ. Nhưng kết luận của ông không có gì mâu thuẫn với kết luận của tôi rằng lập trường ủng hộ chung của Alan Greenspan và các giám đốc ngân hàng trung ương khác là một yếu tố đóng góp cho cả Bùng nổ Thiên niên kỷ và Bùng nổ Xã hội Sở hữu nối gót theo sau.

CÁC YẾU TỐ XÚC TÁC THÚC ĐẨY BÙNG NỔ BÌNH THƯỜNG MỚI

Sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán 2007-2009, các thị trường chứng khoán trên thế giới bắt đầu một sự tăng vọt chóng mặt khác. Vấn đề rắc rối khi tìm hiểu điều này là sự tăng vọt xảy ra trong khi nền kinh tế thế giới vẫn đang suy sụp vì khủng hoảng tài chính, và các quốc gia ngày càng gặp khó khăn bởi các xung lực chính trị. Đặc biệt, sau cuộc nổi dậy của Mùa xuân Ả Rập năm 2011, căng thẳng càng gia tăng trên toàn thế giới. Các yếu tố xúc tác mới lần này phải đối mặt với sự suy giảm nỗi sợ hãi về một cuộc khủng hoảng tài chính gay gắt, với các chính sách của chính phủ để cố gắng chữa trị nó, cũng như với một số ấn tượng mới về cuộc cách mạng công nghệ và sự bất ổn trong công việc của chúng ta. Các yếu tố xúc tác mới dường như không hào nhoáng để có thể tạo ấn tượng mọi thứ đều tuyệt vời nhiều như bối cảnh các sự kiện dẫn đến đỉnh 2000.

Từ sợ hãi khủng hoảng đến Bình thường Mới

Ở đỉnh điểm của cuộc khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007-2009, các nhà lãnh đạo quốc gia trên toàn thế giới đã nói về nguy cơ lặp lại cuộc Đại khủng hoảng những năm 1930. Họ làm như vậy bởi vì họ cần giành được sự ủng hộ cho các chính sách kích thích kinh tế gây tranh cãi và

những nỗ lực nhằm bảo lãnh cho các tổ chức tài chính thất bại. Nhưng đến năm 2009, câu chuyện này đã ảnh hưởng khá nghiêm trọng đến niềm tin của công chúng. Người dân thực sự lo lắng rằng, bất chấp những nỗ lực của chính phủ, một cuộc Đại khủng hoảng khác và một vụ sụp đổ thị trường chứng khoán như hồi 1929 khác sẽ xảy ra.

Năm 2009, cuộc khảo sát về cảm nghĩ của người tiêu dùng thuộc Đại học Michigan đã ghi nhận sự gia tăng mạnh tỉ lệ người Mỹ lo lắng về sự lặp lại của cuộc Đại khủng hoảng. Câu hỏi của họ là: "Nhìn về phía trước, viễn cảnh nào có khả năng xảy ra hơn? Cả nước chúng ta sẽ tiếp tục có những tháng năm tươi đẹp trong khoảng năm năm tới; hoặc chúng ta sẽ có thời kỳ thất nghiệp và đình trệ kinh tế trên diện rộng, hoặc một viễn cảnh nào khác?" Chỉ số niềm tin mà các nhà khảo sát Michigan rút ra từ những câu trả lời cho câu hỏi này vào năm 2009 đã xuống đến mức thấp nhất kể từ cuộc suy thoái giai đoạn 1990-1991 và xu hướng bất thường này có phần tăng thêm trong năm năm tiếp theo.

Dưới sự bảo trợ của Trung tâm Tài chính Quốc tế tại Trường Quản lý Yale, tôi đã xây dựng một số chỉ số về niềm tin của nhà đầu tư có thu nhập cao từ các khảo sát bảng hỏi của mình. Chúng tôi thường xuyên khảo sát cả các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức có thu nhập cao ở Hoa Kỳ. Trong đó có chỉ số "tin tưởng vào sụp đổ", dựa trên câu hỏi: "Bạn nghĩ gì về khả năng xảy ra sự sụp đổ thảm khốc của thị trường chứng khoán ở Mỹ, như ngày 28 tháng 10 năm 1929 hoặc ngày 19 tháng 10 năm 1987, trong sáu tháng tới, bao gồm cả trường hợp vụ sụp đổ xảy ra ở các quốc gia khác và lan sang Hoa Kỳ?"

Trong năm 2009, độ tin tưởng vào sụp đổ đã thiết lập mức thấp kỷ lục (các cuộc khảo sát bắt đầu vào năm 1989) cho cả các nhà đầu tư cá nhân lẫn tổ chức, và sau đó bắt đầu một xu hướng tăng lên bất thường trong năm năm tiếp theo. Thị trường có thể đã ở mức thấp trong năm 2009, nhưng vào thời điểm thậm tệ nhất của cuộc khủng hoảng như bấy giờ, mọi người thực sự lo lắng và cho rằng nó có thể còn giảm xuống thấp hơn nhiều.

Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ đã đưa ra một loạt các bài kiểm tra độ ổn định (*stress test*) của các tổ chức tài chính, bắt đầu với Chương trình Đánh giá Vốn Giám sát (Supervisory Capital Assessment Program) vào năm 2009. Thật kỳ diệu, các thử nghiệm này đã kết luận rằng nhiều ngân hàng có đủ vốn để tồn tại ngay cả khi kịch bản kinh tế bất lợi xảy ra, và những ngân hàng còn lại được gán một lượng vốn huy động ước tính để cũng có thể sống sót. Các bài kiểm tra độ ổn định đã trấn an thị trường.

Thu nhập của 500 công ty có vốn hóa lớn nhất Hoa Kỳ, S&P 500 gần như bằng không trong năm 2009, đã phục hồi nhanh chóng vì các công ty đưa ra chính sách cắt giảm chi phí để phục hồi thu nhập và niềm tin của nhà đầu tư. Việc sa thải hàng loạt nhân viên của họ đã giúp khôi phục lợi nhuận nhưng dẫn đến tỉ lệ thất nghiệp cao và mất niềm tin của người tiêu dùng. Việc cắt giảm chi phí cũng có thể làm giảm lợi nhuận trong dài hạn khi mà các công ty mất đi sự giúp đỡ của những nhân viên này trong việc bảo tồn các giá trị lâu dài, nhưng chỉ có thời gian mới biết điều này có xảy ra hay không. Tuy nhiên, việc cắt giảm chi phí đã khôi phục thu nhập kế toán một cách nhanh chóng được hiểu là một dấu hiệu thuận lợi bởi nhiều nhà đầu tư đang tìm kiếm những tín hiệu hy vọng tại một thời điểm đáng sợ.

Vào năm 2009, Bill Gross, người sáng lập công ty quản lý đầu tư PIMCO và hiện tại đang quản lý Janus Capital, đã tóm tắt sự lạc quan yếu ớt mà ông gọi là "Bình thường Mới" này: "Đã đến lúc nhận ra rằng mọi thứ đã thay đổi và sẽ tiếp tục thay đổi trong vòng mười năm hoặc thậm chí 20 năm tiếp theo. Chúng ta đang hướng đến thời kỳ mà chúng ta gọi là Bình thường Mới, đó là khoảng thời gian mà các nền kinh tế tăng trưởng rất chậm thay vì phát triển như cỏ dại".

Tình trạng lạc quan vừa phải như vậy không xảy ra ở châu Âu, khi mà cuộc khủng hoảng nợ công nổ ra vào năm 2010, dẫn đến những lo ngại lớn về sự đình đốn kinh tế dài hạn (*tốc độ tăng trưởng GDP thực tế thấp suốt một thời kỳ dài – chú thích của người dịch*) ở đây. Do đó, diễn biến phục hồi thị trường chứng khoán sau năm 2009 không thống nhất trên

toàn thế giới và thị trường chứng khoán châu Âu vẫn có xu hướng được định giá thấp hơn cho đến thời điểm tôi viết quyển sách này (năm 2014).

Chính sách tiền tệ và nới lỏng định lượng cực kỳ lỏng lẻo

Lãi suất ngắn hạn đã được Cục Dự trữ Liên bang và các ngân hàng trung ương khác thúc đẩy đến mức gần như bằng 0 thông qua chính sách thị trường mở (*khi ngân hàng trung ương của một nước kiểm soát cung tiền của nước đó bằng cách mua bán các chứng khoán do chính phủ phát hành hoặc các công cụ tài chính khác – chú thích của người dịch*) để đối phó với cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009. Lãi suất dài hạn bắt đầu giảm sút theo. Vào năm 2008, Fed đã công bố chương trình nới lỏng định lượng đầu tiên trong số ba chương trình nới lỏng định lượng, trong đó Fed mua chứng khoán thế chấp và chứng khoán kho bạc. Cuối cùng, thông qua các khoản mua như vậy, Fed đã tăng tài sản của mình từ dưới một nghìn tỷ đô la lên hơn bốn nghìn tỷ đô la, một màn tái khởi động cấp tiến từ thực tiễn trong quá khứ.

Chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp là loại chứng khoán được phát hành dựa trên cơ sở một hoặc một nhóm các khoản thế chấp. Về bản chất, chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp là một loại trái phiếu. Thay vì, trả cho nhà đầu tư một khoản trái tức cố định và tiền gốc, thì người phát hành chứng khoán thanh toán bằng dòng tiền phát sinh từ những khoản thế chấp được dùng để đảm bảo cho số chứng khoán đó.

Chứng khoán kho bạc là các khoản nợ chịu lãi của chính phủ Mỹ được phát hành bởi Kho bạc như một phương tiện vay để đáp ứng chi tiêu của chính phủ không được trang trải bằng khoản thu từ thuế – chú thích của người dịch.

Nguồn: Saga

Vào năm 2008, Fed đã bắt đầu chính sách định hướng (*forward guidance*) bằng việc tuyên bố rằng họ sẽ không tăng lãi suất trong thời gian tới, do đó khuyến khích lãi suất dài hạn giảm nhiều hơn so với trước đây. Lợi suất tín phiếu kho bạc mười năm đã giảm xuống mức thấp kỷ lục mọi thời đại là 1,43% vào tháng 7 năm 2012 từ mức trên 5% trước cuộc khủng hoảng 2007-2009. Kết quả là tình huống trong đó hầu hết các nhà đầu tư cảm thấy rất thất vọng với lợi tức của họ đối với các khoản đầu tư trái phiếu, dẫn đến thái độ "hướng về lợi suất" sau khi khủng hoảng. Mặc dù thị trường chứng khoán vẫn được coi là rủi ro, nhiều người nghĩ rằng ít nhất nó có tiềm năng tăng trưởng thực sự, do vậy khuyến khích họ mua cổ phiếu với tỉ lệ PE ngày một cao hơn.

Thực tế là lãi suất thế chấp nhà dài hạn của Hoa Kỳ vào mùa thu năm 2012 ở mức thấp kỷ lục mọi thời đại đã tạo ra một nhu cầu chưa từng có về nhà ở. Dù nền kinh tế vẫn còn yếu, người mua nhà tiềm năng không muốn bỏ mất cơ hội được coi là chỉ đến một lần trong đời.

Nỗi lo chấm-dứt-sự-nghiệp

Cuộc khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007-2009 đã tạo ra sự sụt giảm lớn về tỉ lệ tham gia lực lượng lao động ở Hoa Kỳ, từ 66,4% vào tháng 1 năm 2007 xuống còn 62,8% vào tháng 6 năm 2014, theo Cục Thống kê Lao động Hoa Kỳ. Những lo lắng về việc bị loại ra khỏi lực lượng lao động (hoặc nghi ngờ rằng có thể viễn cảnh tồi tệ đó sẽ sớm xảy ra) có thể giúp thúc đẩy hơn nữa thái độ "hướng về lợi suất" trong đầu tư mà lãi suất thấp khích lệ. Khi đó, mọi người có thể chấp nhận rủi ro lớn hơn với khoản đầu tư của mình để duy trì sức sống cho niềm hy vọng không có việc làm mà vẫn sống thoải mái trong nhiều năm tới. Ý nghĩa của thuật ngữ "hướng về lợi suất" dường như đã thay đổi phần nào trong khoảng thời gian của sự bùng nổ Bình thường Mới. Nếu như trước đây, nó thường được sử dụng để mô tả đầu tư vào trái phiếu hoặc thế chấp lãi suất cao mà hầu như mức rủi ro được giảm nhẹ. Giờ đây, với lãi suất thực gần bằng không, nó thường được sử dụng để mô tả việc đầu tư mạnh vào các cổ phiếu rủi ro hoặc các sản phẩm đầu tư mới phức tạp.

Một phần của sự suy giảm tỉ lệ dân số lao động này là do thời gian nghỉ hưu được kỳ vọng sẽ dài của thế hệ Baby Boomers. Nhưng có một thành phần khác đáng quan ngại hơn. Những người bị sa thải trong hoặc sau cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 có thể coi trải nghiệm này là sự kết thúc của một kỷ nguyên, bởi vì nhiều vụ sa thải được mô tả là cắt giảm chi phí dài hạn. Sự thật các công ty trở nên tinh gọn hơn và keo kiệt hơn dường như báo hiệu rằng sau khi khủng hoảng qua đi, công việc cũng khó lòng trở lại. Những người mất việc có thể đã cảm thấy rằng trong nền kinh tế hiện tại, bắt đầu tham gia huấn luyện trở lại để làm một công việc khác là điều vô nghĩa. Họ có thể nghỉ hưu sớm hơn dự định, đôi khi sớm hơn rất nhiều, có lẽ bằng cách tuyên bố rằng mình là người ốm yếu tàn tật. Các cơ quan an sinh xã hội Hoa Kỳ đã ghi nhận sự gia tăng đáng kể trong các đơn xin trợ cấp tàn tật kể từ cuộc khủng hoảng tài chính.

Ngay cả đối với người trẻ tuổi, những rủi ro nghề nghiệp mới rõ ràng làm gia tăng mong muốn tiết kiệm và mơ tưởng thiên vị các khoản đầu tư mang tính đầu cơ như cổ phiếu. Công nghệ mới có khả năng thay thế công việc đã là thứ hiển hiện trước mắt. Đặc biệt đáng chú ý là việc mở rộng nhanh chóng các kết nối di động tới máy tính và Internet, với máy tính bảng, điện thoại thông minh và thậm chí là kính thông minh Google Glass. Đây là những hình ảnh mới sống động trong tâm trí chúng ta, bởi vì ở mọi ngóc ngách vào năm 2014, người ta sẽ thấy mọi người nghịch ngợm với các thiết bị này, những hình ảnh vốn không quá phổ biến trước năm 2009. Người ta thậm chí còn nghe thấy mọi người nói chuyện với thiết bị của mình. Apple đã giới thiệu trợ lý tự động "Siri" dành cho iPhone vào năm 2011. Bây giờ tôi có thể nói chuyện với điện thoại di động trong túi của mình và hỏi, "OK: tình hình giao thông trên đường đi làm đang như thế nào?" và một giọng nói vang lên từ túi của tôi, cung cấp thời gian lái xe ước tính tới chỗ làm (nó đã biết địa chỉ tôi ở, nơi tôi làm việc và tuyến đường tốt nhất để đến chỗ làm). Theo tự nhiên, một người sẽ hỏi: tất cả công nghệ này sẽ đi đến đâu, và nó sẽ thay thế công việc gì?

Cuộc thảo luận về công nghệ khác kể từ cuộc bùng nổ Xã hội Sở hữu đã gây ra nỗi lo lắng hiện hữu về việc làm. Thử nghiệm xe không người lái trên đường phố công cộng bắt đầu vào năm 2011. Phòng thí nghiệm Khoa học máy tính và Trí tuệ nhân tạo của Viện Công nghệ Massachusetts gần đây đã giới thiệu robot BakeBot có thể nướng bánh trong bếp thông thường và phòng thí nghiệm đang chế tạo robot sẽ thay tã cho em bé.

Hầu hết mọi người đều có một số lo lắng mới về công việc của họ kể từ khi bùng nổ Bình thường Mới bắt đầu vào năm 2009, và mối lo đang leo thang đó có lẽ nên nằm trong danh sách các yếu tố xúc tác cho sự bùng nổ của thị trường chứng khoán (cũng như được coi là một điểm yếu cho kinh tế tổng thể).

Nhiều người đã quen nghĩ rằng tin xấu về thu nhập từ việc làm trong tương lai, hoặc tin xấu về sự không chắc chắn của nó, sẽ tạo xu hướng đẩy giá cổ phiếu xuống thay vì tăng, nhưng lý thuyết kinh tế (ví dụ như "Những thay đổi giá tài sản trong nền kinh tế trao đổi" của nhà lý thuyết Robert E. Lucas) lại gợi ý điều ngược lại. Ta có thể gọi đây là "lý thuyết phương tiện cứu sinh trên Titanic." Khi hành khách trên tàu nghĩ rằng con tàu có nguy cơ bị chìm, một phương tiện cứu sinh, một cái bàn hoặc bất cứ thứ gì có thể nổi được trên nước đột nhiên trở nên vô cùng quý giá mà không phải vì những tài sản này đã thay đổi thuộc tính vật lý của nó. Tương tự, tại thời điểm mọi người lo lắng về tính bền vững của thu nhập từ sức lao động của họ và không có đủ cơ hội đầu tư thực sự tốt, họ có thể có xu hướng trả giá cao bằng tất cả các loại tài sản dài hạn hiện tại để đánh đổi cho những năm đói kém đã chực chờ phía trước. Họ có thể không cố gắng để tiết kiệm nhiều hơn tính theo giá trị thực. Họ có thể nắm giữ những tài sản đó ngay cả khi bây giờ họ tin rằng tài sản được định giá quá cao và có nguy cơ mất giá trị trong tương lai.

Tác động thực sự của những thay đổi trong rủi ro nhận thức được phụ thuộc nhiều hơn vào các yếu tố tâm lý và xã hội. Sự gia tăng rủi ro nhận thức được trong thị trường việc làm, cụ thể là nhận thức về sự thay

đổi công nghệ và công nghiệp thay đổi nhanh chóng có tác dụng văn hóa rộng lớn. Nhưng đôi khi cũng bị đổ lỗi cho các vấn đề khác, chẳng hạn như sự trỗi dậy của chủ nghĩa dân tộc trên thế giới và xu hướng xâm lược giữa các quốc gia, như được minh chứng bởi cuộc xung đột năm 2014 ở Ukraine và căng thẳng ở nhiều nơi khác.

Bất bình đẳng gia tăng

Ngoài tác động của nỗi sợ hãi chung của mọi người về viễn cảnh trở thành kẻ ngoài lề trong nền kinh tế tương lai, còn có một tác động liên quan đến sự bất bình đẳng đang gia tăng có thể liên quan trực tiếp đến giá tài sản tăng. Xu hướng hiện nay, bắt đầu ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác trong thời Tổng thống Ronald Reagan năm 1981 và thời điểm bắt đầu Bong bóng thiên niên kỷ năm 1982, là sự gia tăng một cách ổn định đối với bất bình đẳng thu nhập lao động. Như Thomas Guletty đã trình bày trong cuốn sách *Capital in the Twenty First Century* (tạm dịch Vốn trong thế kỉ 21) xuất bản vào năm 2014, rằng bấy giờ có một bước ngoặt hướng lên rõ ràng trong thu nhập của 1% dân số giàu có nhất ở Hoa Kỳ và xu hướng này có liên quan chặt chẽ với xu hướng tăng của tỉ lệ phần trăm tiền lương (*wage percentile*) cao nhất trong tổng hóa đơn tiền lương (*hay wage bill là tổng số tiền mà một tổ chức trả cho nhân viên của mình trong một khoảng thời gian cụ thể – chú thích của người dịch*). Theo dữ liệu của Piketty, lần cuối cùng mức tăng như vậy xảy ra với thu nhập của 1% dân số có thu nhập hàng đầu là vào những năm 1920. Giai đoạn này tương ứng với thị trường tăng giá của thời kỳ Những năm tháng Huy hoàng và sự bất bình đẳng về tổng thu nhập và thu nhập lao động đạt đỉnh quanh mức cao nhất của thị trường vào năm 1929.

Có một số cơ chế theo đó sự gia tăng tỷ trọng thu nhập chảy vào túi nhóm 1% hàng đầu có thể thúc đẩy giá tài sản tăng lên. Những người có thu nhập cao hơn có xu hướng tiết kiệm nhiều hơn, như Guletty nhấn mạnh, và nếu không có đủ cơ hội sẵn có cho các khoản đầu tư mới, qua thời gian đóng góp của nhiều người hơn trong nhóm này có thể đẩy giá

trị của cổ phiếu vốn (*capital stock*) hiện có lên cao. Sự ra đời của một tầng lớp giàu có mới có thể thay đổi tình hình chính trị của tương lai khi khuyến khích các nhà điều chỉnh chính sách ủng hộ doang nghiệp, làm cho triển vọng lợi nhuận sau thuế cao hơn. Sự bất bình đẳng cao hơn có thể liên quan đến các tiêu chuẩn đạo đức kinh doanh thấp hơn trong khi sự sẵn sàng giở trò với báo cáo thu nhập của các doanh nghiệp cao hơn. Nhận thức về sự bất bình đẳng có thể ủng hộ những người có thu nhập khiêm tốn "hướng tới lợi suất" với mơ tưởng thiên vị trong tư duy về khoản đầu của họ.

Nhưng ảnh hưởng của bất bình đẳng thu nhập đối với giá tài sản không hoàn toàn rõ ràng. Nhận thức cộng đồng về sự bất bình đẳng gia tăng đáng kể trong thời kỳ bùng nổ Bình thường Mới sau năm 2009. Đáng chú ý là phong trào Chiếm phố Wall từ năm 2011 đến năm 2013 ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác với khẩu hiệu "Chúng tôi là 99%". Sự kiện này có thể đánh dấu sự khởi đầu của một giai đoạn sự phản đối bất bình đẳng trở nên quan trọng hơn trong chính trị, và chính sách của chính phủ sẽ giảm lợi ích về phía các nhà đầu tư. Triển vọng chính sách của chính phủ sẽ làm tổn hại giá trị tài sản trong tương lai có thể ảnh hưởng xấu đến giá của chúng ngày hôm nay. Mặt khác, một điều có thể gây ngạc nhiên là việc đảng Cộng hòa chiếm ưu thế trên cả hai viện của Quốc hội Hoa Kỳ dường như cho thấy sự thay đổi trong chính sách công chống các chính sách phân phối lại tài sản và hướng tới chính sách bảo vệ người giàu và do đó hỗ trợ giá tài sản.

Sự trỗi dậy của chủ nghĩa dân tộc và khuấy động chiến tranh

Một yếu tố xúc tác cuối cùng cho sự bùng nổ Bình thường Mới cũng cần được nhắc đến, mặc dù nó cũng có những ảnh hưởng mơ hồ đến việc định giá thị trường tài sản. Trước sự báo động của nhiều người, chúng ta nhận thấy một số quốc gia bây giờ có sự gia tăng các đảng phái chính trị đề cao tính dân tộc và bài ngoại. Trong một số trường hợp, những câu chuyện phóng đại về lạm dụng người dân mình tại các nước khác là

nguồn phát của sự tức giận và xung đột mới hoặc các trường hợp khác là tình hình nhập cư bị kiểm soát lỏng lẻo ngày càng gia tăng sự phẫn nộ.

Sự thay đổi này có thể được gây ra gián tiếp do ảnh hưởng đến tâm lý phổ biến của một số yếu tố xúc tác đã liệt kê ở trên: cuộc khủng hoảng tài chính 2007-2009 cùng với cuộc khủng hoảng kinh tế kéo dài sau đó, nỗi lo kết thúc sự nghiệp liên quan đến toàn cầu hóa, tiến bộ công nghệ, và sự bất bình đẳng gia tăng.

Như Benjamin Friedman đã ghi lại trong cuốn sách *The Moral Consequences of Economic Growth* (tạm dịch Những hậu quả đạo đức của tăng trưởng kinh tế) xuất bản vào năm 2005, những giai đoạn tăng trưởng kinh tế đáng thất vọng kéo dài dường như là những giai đoạn giận dữ của công chúng và sự không khoan dung ngày một gia tăng đối với nhóm thiểu số hoặc các quốc gia khác. Những thời kỳ này sau đó có thể rơi vào tình trạng bất ổn, khủng bố hoặc chiến tranh. Ông lập luận rằng người ta có thể chịu đựng tình huống bất bình đẳng gia tăng gắn liền với tăng trưởng kinh tế, nhưng có thể trở nên bất bình khi tăng trưởng chậm lại.

Tại thời điểm viết quyển sách này, chúng ta đã chứng kiến sự bùng nổ của các cuộc chiến ở Gaza, Iraq, Israel, Syria và Ukraine, sự thành lập Nhà nước Hồi giáo khủng bố (IS) cũng như độ gia tăng các mối đe dọa khủng bố trên toàn cầu. Chúng ta chỉ có thể hy vọng rằng sẽ không nhìn thấy thêm những sự kiện thế này trong tương lai.

Những sự kiện như vậy đã tạo ra những lo lắng có thể đẩy giá tài sản lên cao hơn nữa, vì mọi người đã cố gắng tìm một chiếc lưới an toàn cho chính họ, đẩy giá tài sản hiện có lên thay vì tiết kiệm thành công. Nhưng cũng có thể cảm giác bất ổn này có thể đã có tác động ròng là khuyến khích mọi người giữ tài sản của họ ở dạng dễ thanh khoản hơn. Một số thậm chí có thể sợ tịch thu hoặc đánh thuế thời chiến, và giá tài sản dài hạn có thể bị ảnh hưởng xấu.

Các thị trường chứng khoán trên thế giới sụp đổ vào mùa hè năm 1914, khi Thế chiến thứ nhất nổ ra ở châu Âu. Ngược lại, một số thị trường chứng khoán thế giới tăng vọt vào ngày Thế chiến thứ hai chính

thức bắt đầu. Vào Chủ nhật, ngày 3 tháng 9 năm 1939, Vương quốc Anh, Pháp, Ấn Độ (bao gồm Bangladesh và Pakistan ngày nay), Úc và New Zealand tuyên bố chiến tranh với Đức do không tuân thủ yêu cầu di tản lực lượng khỏi Ba Lan. Khi các thị trường Hoa Kỳ mở cửa sau Ngày Lao động, vào Thứ Ba, ngày 5 tháng 9, chỉ số giá chứng khoán tổng hợp S&P đã tăng 9,63%, một trong những ngày có giá giao dịch trong ngày tăng cao nhất trong lịch sử.

Chúng ta chỉ có thể hy vọng rằng không có những sự kiện kịch tính như vậy chờ đợi phía trước. Nhưng chúng ta sẽ phải chờ xem những xung đột đang tiến hóa sẽ phát triển và diễn ra như thế nào trong trí tưởng tượng của công chúng và sau đó, thông qua các cơ chế khuếch đại, bộc lộ ảnh hưởng của chúng trên thị trường.

TỔNG HỢP

Nhìn lại danh sách các yếu tố xúc tác tiềm năng trong ba đợt bùng nổ gần đây, trên các thị trường chứng khoán, trái phiếu và bất động sản, ta có thể cảm thấy bất ngờ bởi sự đa dạng của các yếu tố có khả năng đang vận hành. Điều đáng ghi nhớ là không có khoa học chặt chẽ về giá cả thị trường đầu cơ. Chúng ta chắc chắn đã đạt được tiến bộ nhất định trong việc tìm hiểu các thị trường này, nhưng sự phức tạp của đời thực vẫn tiếp tục vượt quá khả năng phân tích của chúng ta.

Nhiều yếu tố dẫn đến sự bùng nổ này mang trong mình một cơ chế tự hoàn thiện, và do đó chúng rất khó, nếu không muốn nói là không thể nắm bắt được bằng các giải thích theo khoa học dự báo. Tuy nhiên, nhiều yếu tố trong số đó cũng có những dấu hiệu không thể chối cãi. Sự bùng nổ Internet, sự trỗi dậy của giao dịch trực tuyến, Quốc hội Cộng hòa và đề xuất cắt giảm thuế trên thặng dư vốn đã xảy ra khi thị trường chứng khoán bắt đầu đi lên một cách ngoạn mục nhất vào những năm 1990. Các yếu tố khác bao gồm sự gia tăng của chương trình hưu trí có mức đóng xác định, sự tăng trưởng của các quỹ tương hỗ, sự suy giảm của lạm phát và sự gia tăng khối lượng giao dịch có liên quan rõ ràng đến các sự kiện

diễn ra từ đáy thị trường vào năm 1982. Ngoài những điều này, văn hóa của chúng ta rõ ràng phản ánh những sự phát triển có liên quan đến sự tăng vọt của chứng khoán và bất động sản. Ví dụ, các nghiên cứu cho thấy mức tăng ổn định của chủ nghĩa duy vật trong thế hệ trước, rằng niềm tin vào các thị trường sau sự sụp đổ của chủ nghĩa cộng sản đã góp phần tạo niềm tin vào hệ thống tư bản, và có lẽ thú vị nhất là cờ bạc đã trỗi dậy trên khắp thế giới. Nhiều yếu tố trong số này đã hiện diện ở châu Âu và các quốc gia khác bên cạnh Hoa Kỳ, và do đó, một lý thuyết cho rằng các yếu tố đó chịu trách nhiệm cho sự bùng nổ thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản ở Hoa Kỳ lại phù hợp với thực tế là sự bùng nổ được chia sẻ đáng kể bởi các quốc gia khác.

Nhưng tôi chưa bao giờ có ý định lập luận rằng ta có thể giải thích sự thăng trầm của thị trường chỉ bằng các yếu tố xúc tác. Các thị trường có sức sống của riêng nó do các phản hồi, cơ chế khuếch đại đã lan truyền hành động của các yếu tố xúc tác qua thời gian và đôi khi làm cho tác động của các yếu tố này trở nên lớn và quan trọng đến mức khiến chúng ta phải ngạc nhiên đến không thốt nên lời. Các cơ chế khuếch đại mà là thứ mà ta sẽ chuyển sang chương tiếp theo để tiếp tục bàn luận. •

CHƯƠNG 05

CƠ CHẾ KHUẾCH ĐẠI: QUY TRÌNH XẢY RA TỰ NHIÊN CỦA MÔ HÌNH PONZI

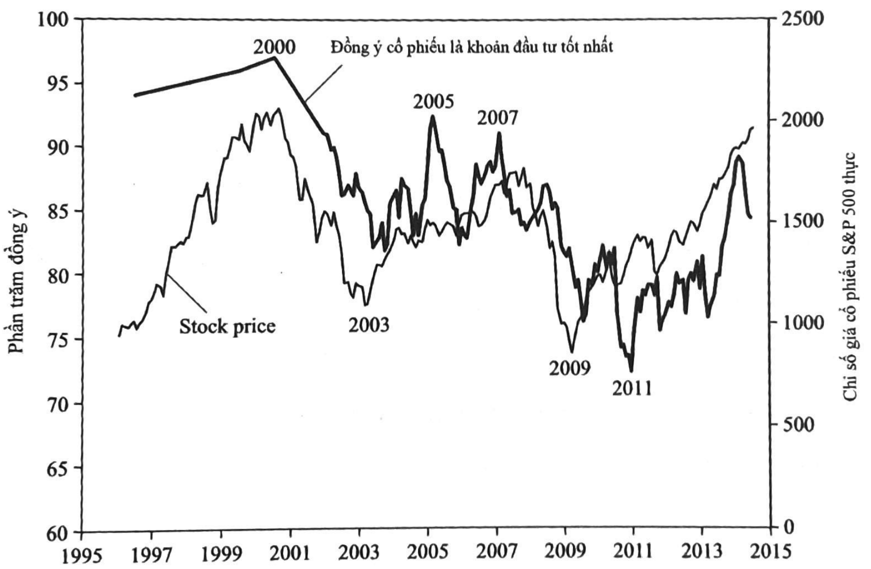
Trong chương trước, chúng ta đã kiểm tra một số yếu tố xúc tác giúp dẫn dắt thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản. Trong chương này, chúng ta xem xét ảnh hưởng của các yếu tố này được khuếch đại như thế nào bởi các cơ chế liên quan đến niềm tin, kỳ vọng của nhà đầu tư đối với hiệu suất thị trường trong tương lai và các ảnh hưởng liên quan đến nhu cầu của nhà đầu tư. Để cung cấp bối cảnh và nền tảng, trước tiên chúng ta sẽ kiểm tra bằng chứng về niềm tin và kỳ vọng của nhà đầu tư. Các cơ chế khuếch đại hoạt động thông qua phương thức gần như vòng phản hồi (*feedback loop*). Ngoài ra, ở phần sau của chương này, các cơ chế cũng sẽ được mô tả như một quy trình vận hành tự nhiên của mô hình Ponzi. Khi niềm tin và kỳ vọng dâng lên vì giá tăng trong quá khứ, các nhà đầu tư đẩy giá đầu cơ thêm nữa, do đó lôi kéo nhiều nhà đầu tư làm điều tương tự, để rồi chu kỳ lặp đi lặp lại, dẫn đến phản ứng khuếch đại các yếu tố xúc tác ban đầu. Cơ chế phản hồi được đề xuất rộng rãi trong các buổi đàm luận và là một trong những lý thuyết tài chính lâu đời nhất. Nhưng nó thường không được đề cập trong giáo trình tài chính đương đại. Lý thuyết phản hồi thường được mô tả chỉ là một giả thuyết chưa được chứng minh.

Trong thực tế, có một số bằng chứng ủng hộ cơ chế phản hồi này, như chúng ta sẽ thấy.

Thay đổi trong niềm tin của nhà đầu tư

Một đặc điểm nổi bật của thị trường giá lên vào thập niên 1990 và

thị trường giá xuống sau năm 2000 là mối quan hệ của chúng với những thay đổi trong niềm tin của nhà đầu tư vào cổ phiếu. Dường như vào cuối những năm 1990, một khái niệm rất đơn giản đã chiếm lĩnh suy nghĩ của các nhà đầu tư, rằng cổ phiếu là "khoản đầu tư tốt nhất" và nắm giữ cổ phiếu dài hạn là phương án đầu tư không thể nào sai được. Ý tưởng này trái ngược hoàn toàn với khái niệm thịnh hành vào cuối những năm 1970, sau sự sụp đổ của thị trường chứng khoán giai đoạn 1973-1974, khi đó hầu hết mọi người dường như nghĩ rằng bất động sản là "khoản đầu tư tốt nhất". Có điều khi ấy tôi không làm bảng khảo sát, do đó không có bằng chứng về suy nghĩ của mọi người thời bấy giờ.

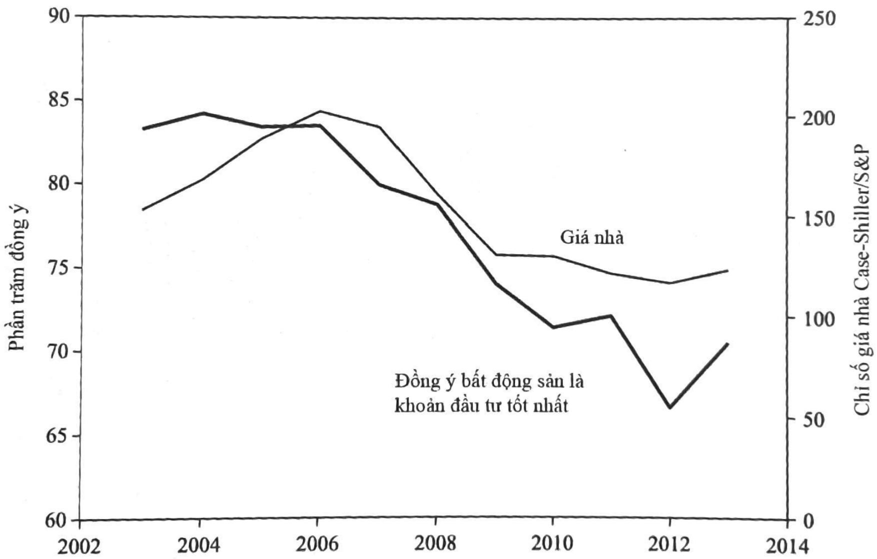


Hình 5.1

Cổ phiếu là khoản đầu tư tốt nhất, 1996-2014

Tỉ lệ phần trăm các cá nhân có thu nhập cao ở Hoa Kỳ cho biết họ đồng ý với tuyên bố trên, "Thị trường chứng khoán là khoản đầu tư tốt nhất cho những người nắm giữ dài hạn, những người chỉ có thể mua và nắm giữ cổ phiếu qua những thăng trầm của thị trường," cùng với Chỉ số giá cổ phiếu S&P 500 thực. Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu của các cuộc khảo sát được thực hiện tại Trung tâm tài chính quốc tế Yale, Standard & Poor, Cục thống kê lao động Hoa Kỳ.

Bắt đầu từ năm 1996, niềm tin cổ phiếu là khoản đầu tư tốt nhất và không thể thất bại đã trở thành chuẩn mực thực sự trong văn hóa đại chúng. Với kết luận này, tôi nhận ra rằng mình nên lập bảng biểu để xem niềm tin vào khái niệm đơn giản này đã thay đổi theo thời gian như thế nào. Tôi thêm một câu hỏi vào bảng khảo sát các nhà đầu tư cá nhân có thu nhập cao của mình, hỏi xem đáp viên có đồng ý với luận điểm "Thị trường chứng khoán là khoản đầu tư tốt nhất cho những người nắm giữ dài hạn, những người chỉ có thể mua và nắm giữ cổ phiếu qua những thăng trầm của thị trường" hay không. Các dữ liệu tôi đã thu thập hiện được Trường Quản lý Yale cập nhật, được biểu diễn trong Hình 5.1.

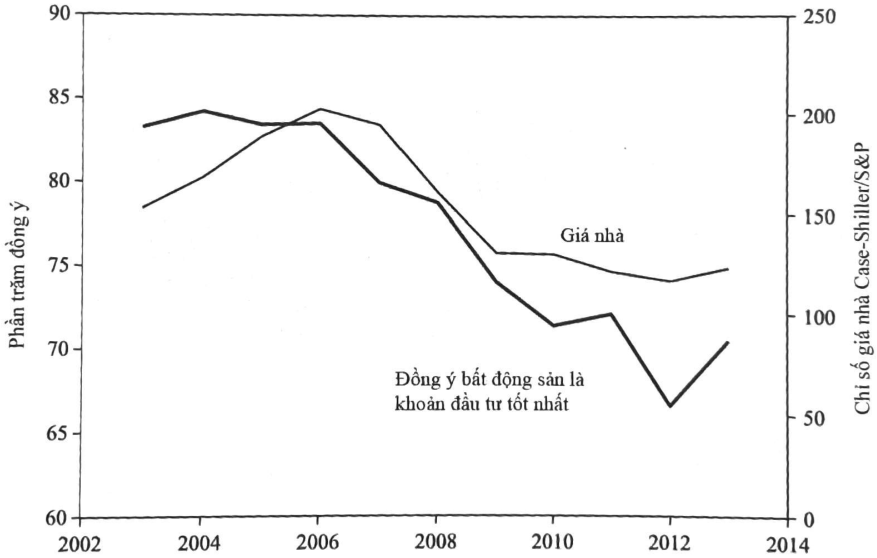


Hình 5.2

Bất động sản là khoản đầu tư tốt nhất, 2003-2013

Tỉ lệ người mua nhà ở Mỹ gần đây cho biết họ đồng ý với tuyên bố này, "Bất động sản là khoản đầu tư tốt nhất cho những người nắm giữ lâu dài, những người chỉ có thể mua và nắm giữ qua những thăng trầm của thị trường", Chỉ số giá nhà Case-Shiller/S&P. Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu của các cuộc khảo sát được thực hiện tại Trung tâm tài chính quốc tế Yale, Standard & Poor, Cục thống kê lao động Hoa Kỳ.

Bắt đầu từ năm 1996, niềm tin cổ phiếu là khoản đầu tư tốt nhất và không thể thất bại đã trở thành chuẩn mực thực sự trong văn hóa đại chúng. Với kết luận này, tôi nhận ra rằng mình nên lập bảng biểu để xem niềm tin vào khái niệm đơn giản này đã thay đổi theo thời gian như thế nào. Tôi thêm một câu hỏi vào bảng khảo sát các nhà đầu tư cá nhân có thu nhập cao của mình, hỏi xem đáp viên có đồng ý với luận điểm "Thị trường chứng khoán là khoản đầu tư tốt nhất cho những người nắm giữ dài hạn, những người chỉ có thể mua và nắm giữ cổ phiếu qua những thăng trầm của thị trường" hay không. Các dữ liệu tôi đã thu thập hiện được Trường Quản lý Yale cập nhật, được biểu diễn trong Hình 5.1.



Hình 5.2

Bất động sản là khoản đầu tư tốt nhất, 2003-2013

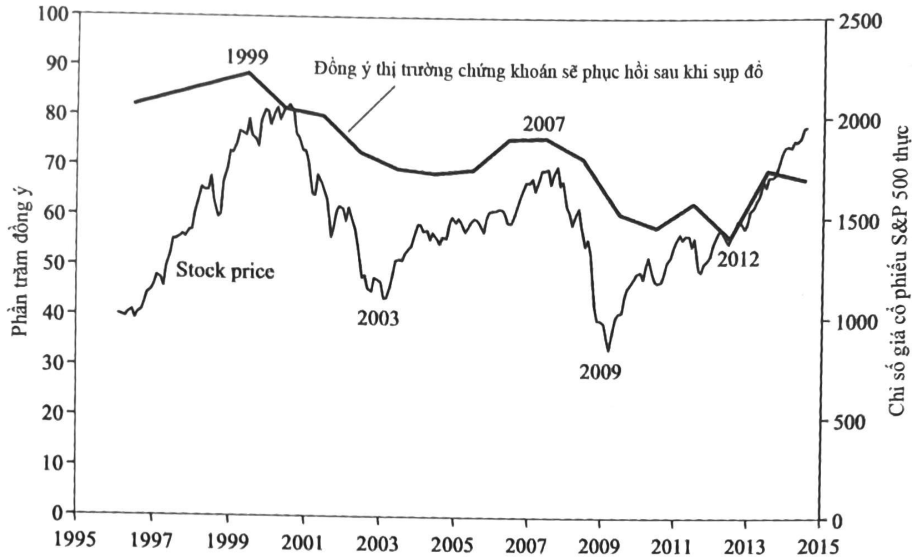
Tỉ lệ người mua nhà ở Mỹ gần đây cho biết họ đồng ý với tuyên bố này, "Bất động sản là khoản đầu tư tốt nhất cho những người nắm giữ lâu dài, những người chỉ có thể mua và nắm giữ qua những thăng trầm của thị trường", Chỉ số giá nhà Case-Shiller/S&P. Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu của các cuộc khảo sát được thực hiện tại Trung tâm tài chính quốc tế Yale, Standard & Poor, Cục thống kê lao động Hoa Kỳ.

Sự đồng thuận với quan điểm cổ phiếu là khoản đầu tư tốt nhất trong những năm bùng nổ trước năm 2000 rõ ràng là rất mạnh. Có đến 97% đáp viên đồng ý trong thời gian đỉnh điểm của thị trường vào năm 2000. Một mức độ đồng ý đến 97% với bất kỳ tuyên bố nào được đưa ra trong bảng khảo sát là đáng chú ý, và còn đáng chú ý hơn khi tuyên bố nói về điều mang tính cá nhân như chiến lược đầu tư. Sau khi thị trường bắt đầu chùng xuống, độ mạnh của sự đồng ý với tuyên bố này cũng bắt đầu chùng xuống. Tỉ lệ người được hỏi đồng ý đã giảm từ 97% vào năm 2000 xuống còn 72% vào năm 2011. Niềm tin vào thị trường chứng khoán vẫn còn mạnh mẽ (tôi sẽ kết luận rằng sự lạc quan tếu vẫn còn ở đây), mặc dù nó đang bị xói mòn. Nhưng vấn đề ở đây là thay đổi giá cổ phiếu phản hồi vào những thay đổi tương ứng trong sự lạc quan dài hạn được hỗ trợ bởi bằng chứng này.

Trong đợt bùng nổ bất động sản gần đây, đồng nghiệp của tôi là Karl Case và tôi về cơ bản đã hỏi cùng một câu về bất động sản trong cuộc khảo sát có mẫu ngẫu nhiên là những người mua nhà gần đây ở bốn thành phố Boston, Los Angeles, Milwaukee và San Francisco.

Như Hình 5.2, chúng ta thấy mối tương quan nổi bật tương tự giữa giá cả và ý kiến về khoản đầu tư tốt nhất: nói chung khi giá nhà tăng, tỉ lệ người cho rằng bất động sản là khoản đầu tư tốt nhất cũng tăng. Khi giá nhà đang đi xuống, tỉ lệ phần trăm cho rằng bất động sản là khoản đầu tư tốt nhất cũng đi xuống. Đây chính là phản hồi.

Liên kết với các quan điểm về "khoản đầu tư tốt nhất" là một cảm giác giá luôn tăng nếu không ngay lập tức thì về lâu về dài cũng sẽ tăng, và niềm tin này thay đổi theo thời gian và theo loại thị trường. Cũng trong cuộc khảo sát của chúng tôi đối với các nhà đầu tư có thu nhập cao, chúng tôi đã hỏi câu hỏi sau: "Bạn đồng ý với tuyên bố này đến mức nào? 'Nếu có một đợt sụp đổ khác như ngày 19 tháng 10 năm 1987, thị trường chắc chắn sẽ trở lại mức cũ trong một vài năm hoặc lâu hơn.'" Hình 5.3 biểu diễn phản hồi cho câu hỏi này.



Hình 5.3

Ý kiến về hồi cáo chung của đợt sụp đổ thị trường chứng khoán, 1996-2014

Tỉ lệ phần trăm các nhà đầu tư có thu nhập cao ở Hoa Kỳ đồng ý với "Nếu có một vụ sụp đổ khác như ngày 19 tháng 10 năm 1987, thị trường chắc chắn sẽ trở lại mức cũ trong một vài năm hoặc lâu hơn", cùng với Chỉ số giá cổ phiếu S&P 500 thực. Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng các dữ liệu của cuộc khảo sát được thực hiện tại Trung tâm tài chính quốc tế Yale, Standard & Poor, Cục thống kê lao động Hoa Kỳ.

Sự đồng thuận với tuyên bố này gần như theo sát diễn biến thị trường. Khi thị trường gần đạt đỉnh vào năm 1999, gần cuối Bong bóng Thiên niên kỷ, 88% đồng ý với tuyên bố này. Sau năm 2000, khi thị trường chứng khoán bắt đầu trượt dốc, tỉ lệ phần trăm những người đồng ý cũng bắt đầu trượt xuống còn 69% vào năm 2004. Khi thị trường chứng khoán tăng trưởng cùng Bùng nổ Xã hội Sở hữu, tỉ lệ phần trăm đồng ý cũng bắt đầu tăng lên, đến 76% vào năm 2007. Khi thị trường điều chỉnh giảm sau năm 2007, tỉ lệ phần trăm đồng thuận cũng giảm, mặc dù phải đến năm 2012, tỉ lệ đồng thuận này mới giảm xuống mức thấp nhất là 56%. Cuối cùng, với sự bùng nổ Bình thường Mới, tỉ lệ đồng thuận đã phục hồi

về mức 68% vào năm 2014. Một thị trường đang tăng dường như thực sự thúc đẩy một loại tự mãn: có thể sụt giảm sẽ xảy ra, nhưng thị trường đảm bảo phục hồi nên những đợt xuống dốc như vậy không quan trọng trong thời gian dài. Các thị trường giảm dường như làm tổn hại sự tự mãn này, mặc dù các thị trường giá xuống không thêm được quan sát nào về cách thị trường sẽ hành xử sau một vụ sụp đổ lớn.

Điều gây tò mò là mọi người dường như không tin vào điều ngược lại được nêu trong câu hỏi của chúng ta: họ không tin rằng thị trường chắc chắn sẽ quay trở lại xuất phát điểm thấp trong một vài năm nữa nếu nó tăng mạnh. Niềm tin của họ vào khả năng đàn hồi của thị trường dường như xuất phát từ cảm giác lạc quan và đảm bảo chung chung, thay vì niềm tin vào sự ổn định lâu dài của giá cả. Có một số bằng chứng vào năm 1929 hay đỉnh của thị trường giá lên của thập niên 1920 cho thấy rằng nhiều người cảm thấy chắc chắn về sự thành công lâu dài của thị trường chứng khoán hệt như cuối thập niên 1990. Mặc dù chúng tôi không có dữ liệu khảo sát từ thời điểm đó, nhưng chúng tôi có các báo cáo đương thời về niềm tin của nhà đầu tư. Trong quyển sách lịch sử *Only Yesterday* (tạm dịch: Chỉ có ngày hôm qua) phát hành năm 1931 về thập niên 1920, tác giả Frederick Lewis Allen đã viết: *Mùa hè năm 1929, khi mọi người nhìn lại các năm trước đó, họ đã cảm thấy an tâm khi thấy rằng mọi đợt sụp đổ trong vài năm gần đây rốt cuộc cũng đẩy giá lên đỉnh cao mới. Hai bước lên, một bước xuống, rồi lại hai bước lên, đó là cách đi của thị trường. Nếu bạn đã bán, bạn chỉ phải đợi lần sụp đổ tiếp theo (sẽ đến sau mỗi vài tháng) rồi mua lại. Và thực sự không có lý do gì để bán cả vì bạn nhất định sẽ giành chiến thắng cuối cùng nếu cổ phiếu của bạn ngon lành. Dường như người thực sự khôn ngoan là người "đã mua và nắm giữ".*

Một số phản ánh về niềm tin của nhà đầu tư

Điều quan trọng là phải xem xét bản chất, và có thể là ngọn nguồn của những thay đổi mà chúng ta quan sát được trong niềm tin của nhà đầu tư. Nó không chỉ giúp chúng ta hiểu tình huống hiện tại mà còn dẫn

chúng ta vào một cuộc thảo luận như ở phần sau của chương này về các vòng phản hồi. Chúng ta sẽ thấy rằng những phản hồi củng cố niềm tin của nhà đầu tư xảy ra trong một phức hợp môi trường xã hội và tâm lý.

Mọi người đã lấy đâu ra ý tưởng nếu thị trường chứng khoán sụp đổ, nó chắc chắn sẽ tăng lên vượt mức quá khứ trong một vài năm hoặc lâu hơn? Lịch sử chắc chắn không gợi ý điều này. Có rất nhiều ví dụ về các thị trường đã hoạt động kém trong khoảng thời gian dài. Ví dụ gần đây ta có chỉ số Nikkei tại Nhật Bản vẫn giao dịch ở mức chỉ bằng một nửa giá trị đỉnh của nó vào năm 1989. Các ví dụ khác là những giai đoạn sau đỉnh cao thị trường chứng khoán năm 1929 và năm 1966 đã được thảo luận trong Chương 1. Tuy nhiên, trong một thị trường bùng nổ, những ví dụ về thị tường chứng khoán hoạt động kém trong thời gian dài không nổi bật trong tâm trí công chúng.

Một lý do mà hiệu quả hoạt động của thị trường trong nước gần đây nổi bật hơn trong tâm trí các nhà đầu tư đơn giản là họ đã trải qua những biến động giá cổ phiếu nội địa như thế mỗi ngày. Trong thị trường giá lên của thập niên 1990, họ đã theo dõi và phản ứng với thị trường Hoa Kỳ tăng trưởng từ năm 1982. Các nhà đầu tư Hoa Kỳ của thập niên 1990 không có cùng trải nghiệm với chứng khoán Nhật Bản hoặc với thị trường Hoa Kỳ những thập niên trước đó. Nhiều người đã neo sự chú ý vào những kịch bản tăng giá cổ phiếu trên báo mỗi ngày và dường như họ cảm được một điều rất tự nhiên rằng mọi sự suy giảm rồi sẽ bị đảo ngược, và nhanh chóng theo sau bởi những đỉnh cao mới. Chúng ta đã sử dụng cùng một mô thức ghi nhận các xu hướng nhân quả lặp đi lặp lại khi học lái xe đạp hoặc lái xe hơi, nó cho chúng ta cảm giác tự nhiên về những mong đợi tiếp theo, định hình kỳ vọng của chúng ta đối với thị trường. Đối với các nhà đầu tư ở tuổi trung niên vào những năm 1990, xu hướng tăng này đã diễn ra trong hầu hết những năm tháng họ quan sát được hoặc đầu tư vào thị trường.

Kinh nghiệm chủ quan hình thành qua nhiều năm chứng kiến thị trường chứng khoán cứ liên tục sụt giảm rồi tự đảo ngược có tác động

tâm lý đến suy nghĩ của chúng ta, rất khó để lay chuyển, hoặc tái cấu trúc, bằng dữ liệu thực tế. Ngược lại, những người nghĩ rằng thị trường sẽ đi xuống và ở hoài tại mức thấp do cảm giác tồi tệ của họ qua những lần sai liên tục từ năm này qua năm khác. Những người luôn dự đoán về sự suy giảm đã phải đau đớn nhận ra họ đang đánh mất danh tiếng do dự báo sai lầm quá thường xuyên. Vì sự hài lòng của chúng ta với quan điểm của chính mình về thế giới là một phần của lòng tự trân trọng và bản sắc cá nhân, nên một người trước đây có quan điểm bi quan muốn chuyển đổi quan điểm sang hướng khác là điều kiện tự nhiên, hoặc ít nhất là họ muốn thể hiện với một bối cảnh khác. Do đó, môi trường cảm xúc thay đổi sẽ có tác động đến quan điểm hoặc biểu hiện của họ mà không phụ thuộc vào bất kỳ bằng chứng khách quan nào mang tính ủng hộ hay bác bỏ những quan điểm đó.

Ngay cả khi không chú ý đến thị trường chứng khoán kể từ năm 1982, các nhà đầu tư của thị trường chứng khoán đang bùng nổ những năm 1990 vẫn sống trong khung thời gian và địa điểm của những lời kể về cảm giác mà những người khác đã kinh qua thị trường. Để minh chứng cho cảm giác này, thật hữu ích khi trích dẫn tranh luận của một người về việc canh thời điểm của thị trường, từ quyển sách xuất bản vào năm 1999 có nhan đề Dow 40.000 của David Elias:

Một ví dụ về những gì có thể xảy ra khi một cá nhân chờ đợi chỉ số Dow chỉ ra "thời điểm hoàn hảo" để đầu tư là câu chuyện huyền thoại của Joe, một người bạn của tôi. Joe bắt đầu gọi cho tôi để tìm kiếm thời điểm thích hợp để vào cổ phiếu vào năm 1982 khi chỉ số đạt hơn 1.000. Trong những năm qua, anh tiếp tục tìm kiếm đợt điều chỉnh hoặc thoái lui của một xu hướng (pullback) để chọn làm khoảnh khắc hoàn hảo của mình. Ngày nay, ở tuổi 62, Joe vẫn còn cất giữ tiền trong chứng chỉ tiền gửi của ngân hàng. Anh ấy đã bỏ lỡ toàn bộ thị trường giá lên và tất cả các cột mốc ngàn điểm của nó. Ngay cả bây giờ, Joe không nhận ra rằng không bao giờ có một thời điểm hoàn hảo. Khi thị trường hồi phục từ đợt điều chỉnh, nó thường chuyển sang mức cao mới.

Đoạn văn này sử dụng lối viết thuyết phục khá bề mặt, đặc biệt là đoạn tiếp theo trong sách của Elias khi nó kết hợp với minh họa về sức mạnh của lãi kép cùng lợi nhuận cao (như điều đang xảy ra trên thị trường chứng khóan vào thời điểm viết sách). Qua đó, Elias gợi ý rằng thị trường chứng khoán là cơ hội để bạn trở nên thực sự giàu có. Câu chuyện rất gần gũi và đầy cảm xúc, đúng như mô típ của câu chuyện một lỗi lái xe dẫn đến tai nạn nghiêm trọng hoặc một câu chuyện về những lợi ích của việc yêu cầu sếp tăng lương.

Một lý do liên quan giải thích cho lập luận xoay quanh một câu chuyện như vậy lại có sức hấp dẫn chính là việc trình bày đầu tư thành công như một quá trình làm chủ các xung lực nội tại của chính mình thay vì tính đến tình huống lịch sử hiện tại. Trong đó, tác giả mời gọi độc giả quên đi những điều đặc biệt chỉ xuất hiện tại thời điểm hiện tại về mức độ của thị trường. Người ta thường nghĩ nhiều về việc kiểm soát xung lực của chính họ, ví dụ như kỷ luật bản thân để làm việc cho tốt thay vì lãng phí thời gian hay giữ gìn vóc dáng thay vì ngày càng mập thêm, vì thế những câu chuyện kêu gọi sự tự kiểm soát gây nhiều tiếng vang hơn so với các bài báo về lịch sử tỉ lệ P/E. Sức hấp dẫn trong lập luận của Elias còn nằm ở chỗ nó gợi lên nỗi đau của sự hối tiếc, những lý do rất cảm xúc thôi thúc chúng ta đầu tư ngay bây giờ, một điểm mà tôi sẽ trở lại sau trong chương này. Khi các lập luận trở nên xa rời khỏi phân tích dữ liệu lịch sử, tác động duy nhất đến suy nghĩ của mọi người về dữ liệu thực là một cảm xúc rất mơ hồ rằng thị trường luôn đảo ngược sau khi suy giảm, cảm xúc này đến từ việc kiểm tra một cách cẩu thả các dữ liệu gần đây.

Nhiều mẩu tin trên các phương tiện truyền thông thường kể những câu chuyện về sự thỏa mãn của những người đã đầu tư vào cổ phiếu trong những năm qua, với gợi ý rõ ràng cho độc giả rằng "bạn cũng có thể làm được điều đó". Bài báo năm 1999 của tờ USA Weeken là một trong số rất nhiều ví dụ, nó có tiêu đề rất kêu "Làm thế nào để trở nên giàu có (thực sự) tại Mỹ." Bài báo đã nêu các ví dụ về thành công của nhà đầu tư và đưa

ra câu chuyện giả định về một cô sinh viên hai mươi hai tuổi tốt nghiệp đại học có thu nhập hàng năm là 30.000 đô la với mức tăng thu nhập thực hàng năm đạt 1%. "Nếu cô ấy tiết kiệm chỉ 10% thu nhập của mình và đầu tư khoản tiết kiệm này vào quỹ chỉ số S&P, cô ấy sẽ có tài sản ròng 1,4 triệu đô la khi nghỉ hưu ở tuổi 67, tính theo thời giá hôm nay". Các tính toán này cho rằng quỹ chỉ số S&P đem được lợi nhuận thực tế không rủi ro là 8% (đã điều chỉnh lạm phát). Bài báo không để cập đến khả năng rằng theo thời gian, lợi nhuận có thể không quá cao như thế và nhà đầu tư có thể không trở thành triệu phú như viễn cảnh tươi đẹp bài báo đã vẽ ra. Một bài báo khác có tựa đề tương tự, "Mọi người đều phải nên giàu có", xuất hiện trên Tạp chí Ladies' Home Journal vào năm 1929. Bài báo cũng thực hiện các phép tính so sánh, nhưng lại giống bài báo phía trên khi "quên" mô tả khả năng mọi tính toán có thể sai trong dài hạn. Bài báo trở nên khét tiếng sau khủng hoảng năm 1929.

Những cuộc thảo luận có vẻ thuyết phục về sự gia tăng tiềm năng trên thị trường chứng khoán hiếm khi được viết ra một cách khái quát. Thay vào đó, nó được đặt vào bối cảnh những câu chuyện về các nhà đầu tư thành công hoặc không thành công, và thường ngầm gợi ý sự vượt trội của những người đầu tư tốt. Từ đó kéo theo sự ngưỡng mộ dâng cao mạnh mẽ của công chúng đối với những người kiếm tiền một cách kiên nhẫn và chậm rãi, họ không bị ảnh hưởng bởi những biến động của thị trường. Đó là một chủ đề khai mở trong nhiều quyển sách bán chạy. Đáng chú ý trong số này là quyển *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy* (tạm dịch: Bẻ khóa bí mật triệu phú – chú thích của người dịch) của Thomas Stanley và William Danko, nằm trong danh sách những quyển sách bìa cứng bán chạy nhất của New York Times trong 88 tuần sau khi xuất bản vào năm 1996 và tiếp tục nằm trong danh sách sách bìa mềm bán chạy nhất của tờ Time đến tận tháng 5 năm 2001, nghĩa là cho đến sau thời kỳ đỉnh cao của thị trường chứng khoán. Quyển sách thể hiện những đức tính kiên nhẫn và căn cơ tiết kiệm đã bán được hơn một triệu bản trong thời hoàng kim.

Thực tế, những câu chuyện về đầu tư kiên nhẫn giống như thế đã vượt ra khỏi biên giới Hoa Kỳ. Ở Đức, quyển sách bán chạy nhất vào năm 1999 là *The Road to Financial Freedom: A Millionaire in Seven Years* (tạm dịch Con đường đến tự do tài chính: Trở thành triệu phú trong bảy năm) của Bodo Schäfer. Cuốn sách đã đặt ra một cột mốc bảy năm cho các nhà đầu tư và đưa ra quy tắc đầu tiên trong mười "quy tắc vàng" rằng bất kỳ sự suy giảm nào của thị trường chứng khoán cũng sẽ sớm đảo ngược. Một ấn bản mới của quyển sách này đã được phát hành vào năm 2003, nhưng lần này không có phụ đề "Trở thành triệu phú trong bảy năm", rõ ràng vì bốn năm đã trôi qua và độc giả nói chung ở xa mốc triệu phú rất nhiều. Một quyển sách khác xuất bản ở Đức vào năm 1999 là *No Fear of the Next Crash: Why Stocks is Unbeatable as Long Term Investments* (tạm dịch Không sợ đợt sụp đổ tiếp theo: Vì sao nhà đầu tư dài hạn là bất khả chiến bại) của Bernd Niquet, dành hoàn toàn cho chủ đề kiên nhẫn đầu tư vào cổ phiếu luôn thắng.

Qua quan sát các biểu hiện phổ biến của niềm tin vào thị trường, dù từ thập niên 1990 hay 1920 đi nữa, cũng như khi cố gắng tìm hiểu cảm nhận của mọi người về thị trường bấy giờ, điều quan trọng phải nhớ trong hầu hết các trường hợp là tuyên bố về niềm tin vào thị trường chứng khoán mà chúng ta thấy không phải là tiêu điểm chú ý trong những bối cảnh mà chúng xuất hiện. Do đó, chẳng hạn như Suze Orman đã trở nên danh tiếng lẫy lừng bằng cách nhấn mạnh các nấc thang về mặt cảm xúc và tinh thần mà người ta cần phải bước qua để trở nên giàu có. Từ thập niên 1990, Orman là một cố vấn đầu tư rất thành công và là tác giả bán chạy nhất, với các quyển sách như *The 9 Steps to Financial Freedom* (1997) (tạm dịch: 9 bước tự do tài chính) và *Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance* (1999) (tạm dịch Can đảm để giàu có: Tạo ra một cuộc sống dồi dào vật chất và tinh thần) và sau năm 2002 tức sau thời kỳ đỉnh cao của thị trường chứng khoán là chương trình truyền hình của riêng cô, The Suze Orman Show. Lời khuyên chắc như đinh đóng cột của cô là thoát khỏi nợ nần và dấn thân vào cổ phiếu,

và ví dụ của cô về sức mạnh của lãi kép với tỉ lệ hoàn vốn 10% không bao giờ là tâm điểm chú ý. Hầu hết khán giả của cô dường như quan tâm đến thông điệp tinh thần của cô, và cách cô chia sẻ với khó khăn của họ trong việc tiết kiệm đã thu hút sự chú ý theo kiểu "gãi đúng chỗ ngứa". Giả định của cô rằng thị trường chắc chắn sẽ tạo ra lợi nhuận 10% mỗi năm đơn thuần là thông tin nền tảng mà người xem đài và độc giả của cô không có thời gian hoặc không có thiên hướng kiểm tra. Dù sao thì việc cô ấy và những người tương tự khác lặp đi lặp lại giả định này cũng thúc đẩy nó trở thành sự hiểu biết thông thường không cần kiểm chứng.

Bằng chứng khảo sát về kỳ vọng

Trong các khảo sát của tôi về nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức có thu nhập cao ở Hoa Kỳ, chúng tôi đã tìm thấy một số bằng chứng về những thay đổi trong kỳ vọng đối với thị trường chứng khoán.

Chúng tôi hỏi các nhà đầu tư các câu hỏi mở về những kỳ vọng của họ đối với chỉ số Dow và các viễn cảnh của nó. Chúng tôi không đưa ra danh sách hoặc khoảng tăng giá gợi ý mà để họ tự viết ra con số họ nghĩ. Trong khảo sát vào năm 1989 của các nhà đầu tư cá nhân, mức thay đổi trung bình dự kiến trong một năm tới của chỉ số Dow là 0%. Vào năm 1996, nó là 4,1%, năm 2000 là 6,7% và năm 2001 là 8,4%. Do đó, kỳ vọng trung bình với sự tăng giá của thị trường chứng khoán đã tăng đáng kể từ năm 1989 đến ngay sau đỉnh cao của thị trường chứng khoán vào năm 2000. Sau biến cố đó, kỳ vọng một năm tới đã giảm xuống còn 6,4% vào năm 2004. Các nhà đầu tư tổ chức đã không thể hiện mô hình thay đổi kỳ vọng này, có lẽ vì tính chuyên nghiệp cao hơn khiến họ phải dựa vào phân tích có thẩm quyền cho những kỳ vọng mà họ báo cáo với người khác.

Một số người có thể ngạc nhiên vì tỉ lệ lợi nhuận trung bình được kỳ vọng của các đáp viên quá đỗi khiêm tốn, họ không mong thị trường tăng trưởng chút nào trong năm 1989 và chỉ là 8,4% ngay cả sau khi thị trường đạt đỉnh. Điều này không phù hợp với các giả định thông thường về sự lạc quan tếu. Nhưng, nhìn vào các câu trả lời riêng lẻ, ta có thể thấy rõ tại

sao mức trung bình lại thấp đến vậy. Vào năm 1989, 34% cá nhân cho biết họ nghĩ rằng thị trường sẽ đi xuống trong năm tới, và nhiều người trong số họ còn dự đoán sẽ có sự sụt giảm lớn. Còn các cá nhân nghĩ rằng thị trường không giảm đã báo cáo kỳ vọng mức tăng trung bình là 10%. Số lượng lớn quan điểm bi quan đã đưa kỳ vọng trung bình của tất cả các đáp viên xuống bằng không. Vào năm 1996, tỉ lệ cá nhân cho biết họ nghĩ rằng thị trường sẽ giảm phần nào xuống còn 29%. Nhưng, trong số những người nghĩ rằng thị trường sẽ không giảm, kỳ vọng tăng trưởng trung bình một năm tương đương với năm 1989 đạt 9,3%. Ít người bi quan hơn có nghĩa là kỳ vọng trung bình của tất cả đáp viên tăng lên từ năm 1989.

Đến năm 2001, tỉ lệ cá nhân nghĩ rằng thị trường sẽ giảm sâu hơn nữa, xuống còn 7,4%. Trong số những người nói rằng họ nghĩ rằng thị trường sẽ không giảm, kỳ vọng trung bình vẫn là 10,1% như cũ. Số lượng người bi quan giảm mạnh đã khiến kỳ vọng trung bình tăng lên tới 8,4%.

Vào năm 2004, tỉ lệ cá nhân nghĩ rằng thị trường sẽ giảm thậm chí thấp hơn so với năm 2001, ở mức 7,1%. Bây giờ, kỳ vọng trung bình đã giảm xuống từ mức năm 2001 bởi sự suy giảm kỳ vọng của những người nghĩ rằng thị trường sẽ không giảm, khi đó xuống còn 7,3%.

Dường như hầu hết các kỳ vọng về thị trường tăng vẫn giữ nguyên, gần với mốc mà các chuyên gia vẫn gọi là lợi nhuận trung bình lịch sử. Nhưng có một sự thay đổi lớn trong tỉ lệ đáp viên mong đợi thị trường giảm. Điều mà cuộc khảo sát này giải thích là sự lạc quan tếu gia tăng cho đến thời điểm đỉnh cao của thị trường vào năm 2000 mới hình thành sự giảm bớt nỗi lo về sụt giảm của thị trường.

Không có gì đáng ngạc nhiên khi ít người trả lời rằng họ dự kiến thị trường sẽ tăng 20% hoặc 30% trong năm sau. Theo suy nghĩ thông thường, ở gần đỉnh của thị trường cũng không có gì lạ khi một số người dự đoán mức tăng cao đến vậy. Nhưng đó không phải câu trả lời đáng nhắc đến, nó không phải là phát biểu mà người ta mong đợi từ chuyên gia được các phương tiện truyền thông duyệt cho đăng. Điều đáng kể đến là thị trường sẽ tiếp tục đạt mức lợi nhuận ấn tượng tương đương với mức

trung bình của ba mươi năm trước trở lên. Điều đáng kể đến không kém là dám cả gan cho rằng có thể xảy ra điều chỉnh mà mọi người có nghe nói đến trên các phương tiện truyền thông, vì thế mà một số đáp viên dự đoán về sự suy giảm. Có phải mọi người thực sự tin vào câu trả lời họ đã viết trên bảng hỏi không? Có lẽ hầu hết trong số họ không biết nên tin vào điều gì, và có lẽ họ coi câu trả lời của mình cũng đáng tin như mọi thứ khác, nhưng việc ghi nhận những nghi ngờ hoặc hy vọng khác không được nắm bắt trong các cuộc khảo sát.

Chỉ số lạc quan của nhà đầu tư UBS (trước đây gọi là chỉ số PaineWebber/Gallup, trước khi UBS tiếp quản PaineWebber vào năm 2000 và rồi sau năm 2007 thay thế chỉ số này bằng chỉ số lạc quan thu nhập hưu trí và thu nhập của nhà đầu tư Wells Fargo/Gallup) báo cáo kỳ vọng trung bình của các nhà đầu tư lạc quan hơn nhiều tại thời điểm quanh đỉnh cao của thị trường chứng khoán. Các cuộc điều tra tháng 7 năm 1999 của họ cho thấy các nhà đầu tư này kỳ vọng lợi nhuận trung bình trên thị trường chứng khoán đạt 15% trong mười hai tháng tới. Điều này nghe có vẻ là kỳ vọng khá lạc quan, cao hơn nhiều so với khảo sát của chúng tôi. Sự khác biệt ở kết quả có thể đến từ sự khác biệt tinh tế trong câu chữ. Câu hỏi của họ là: "Nghĩ về thị trường chứng khoán nói chung, tỉ lệ lợi nhuận chung mà bạn nghĩ thị trường chứng khoán sẽ đem lại cho các nhà đầu tư trong mười hai tháng tới là bao nhiêu?" Còn câu hỏi của chúng tôi là: "Bạn kỳ vọng thị trường sẽ thay đổi bao nhiêu nếu tính theo tỉ lệ phần trăm (sử dụng dấu + trước con số để biểu thị triển vọng tăng và dấu – để biểu thị triển vọng giảm hoặc để trống nếu bạn không biết)", và bảng câu hỏi chừa khoảng trắng để đáp viên đưa ra câu trả lời cho chỉ số Dow trong một tháng, ba tháng, sáu tháng, một năm và mười năm. Hãy lưu ý giọng điệu khác nhau của hai câu hỏi. UBS/Gallup yêu cầu người được hỏi trả lời phần trăm lợi nhuận. Còn chúng tôi yêu cầu sự thay đổi tỉ lệ phần trăm về giá. Sự khác biệt đáng kể giữa hai câu hỏi có lẽ không chỉ là lợi nhuận bao gồm cổ tức trong khi thay đổi giá thì không. Câu hỏi thị trường sẽ đem lại lợi nhuận bao nhiêu phần trăm đã ngầm gợi ý câu

trả lời là một con số dương. Trong khi, câu hỏi của chúng tôi đề cập đến khả năng câu trả lời có thể là số âm.

Câu trả lời cho các câu hỏi khảo sát có thể thay đổi tùy theo cách dùng từ của câu hỏi. Nhưng nếu câu cú không thay đổi qua thời gian thực hiện khảo sát, sự thay đổi trong câu trả lời vẫn có tính định hướng cho sự thay đổi kỳ vọng của nhà đầu tư. Chỉ số lạc quan của nhà đầu tư UBS xác thực kết luận từ khảo sát của chúng tôi rằng mọi người lạc quan hơn khi thị trường đạt đỉnh, và rồi kém lạc quan khi qua bên kia sườn dốc.

Một số phản ánh về kỳ vọng và cảm xúc của nhà đầu tư

Các nhà kinh tế thường thích mô hình hóa mọi người như cách họ tính toán tối ưu các quyết định đầu tư của nhà đầu tư dựa trên kỳ vọng về sự thay đổi giá cả trong tương lai và ước tính rủi ro của các khoản đầu tư thay thế. Tuy nhiên, trên thực tế, nhà đầu tư điển hình thực sự quyết định về việc phân bổ bao nhiêu cho thị trường chứng khoán nói chung và các loại tài sản khác như trái phiếu, bất động sản hoặc các khoản đầu tư khác lại có xu hướng không dựa trên các tính toán cẩn trọng. Các nhà đầu tư thường không tập hợp các dự báo về lợi nhuận của các loại tài sản khác nhau và đánh giá chúng với xác suất ước tính.

Một phần lý do họ không không làm vậy là vì các nhà đầu tư thường cảm thấy rằng các chuyên gia có ít hoặc không có ý tưởng gì về những thay đổi giá trong tương lai cho các loại tài sản này hay mức độ rủi ro trong mỗi loại. Rốt cuộc, các chuyên gia luôn bất đồng quan điểm, và người ta có thể dễ dàng kết luận rằng sẽ không có tổn thất lớn nào khi bỏ qua những gì các chuyên gia nói về triển vọng của bất kỳ loại tài sản nào. Do đó, các nhà đầu tư phải đưa đánh giá của họ dựa trên các nguyên tắc cơ bản mà hầu hết các chuyên gia dường như luôn đồng ý.

Bằng chứng được các chuyên gia sử dụng để dự đoán lợi nhuận tương đối trên các loại tài sản nói chung ít gây tác động trực tiếp đối với hầu hết mọi người. Các chuyên gia nói về các hành động tiềm năng của Ủy ban Dự trữ Liên bang ở Washington, về những thay đổi trong đường

cong Phillips (*mô tả mối quan hệ lạm phát và thất nghiệp – chú thích của người dịch*), hoặc về những biến dạng trên tổng thu nhập do lạm phát và các phương pháp kế toán thông thường. Hầu hết mọi người ít quan tâm đến những câu chuyện lạ tai như vậy.

Nhưng các nhà đầu tư phải đưa ra một số quyết định. Những yếu tố nào sẽ ảnh hưởng đến việc đưa bao nhiêu tiền vào thị trường chứng khoán? Cảm giác thị trường chứng khoán là nơi đầu tư có một không hai, theo một số cảm nhận cảm xúc, có thể đóng vai trò quan trọng tại thời điểm ra quyết định. Người ta biết rằng thị trường chứng khoán có thể lặp lại phong độ của những năm trước. Khả năng đó có vẻ khá thực tế, cũng giống như khả năng có một đợt điều chỉnh lớn trên thị trường. Nhưng người ta cảm thấy sao về quyết định tại thời điểm này? Chẳng hạn như khi màn đêm buông xuống, người ta cảm thấy thế nào khi biết rằng đã đến lúc điền vào mẫu phân bổ 401(k), và cảm thấy mệt mỏi và rối trí bởi phải đưa ra quyết định quan trọng nhưng dựa trên quá ít thông tin vững chắc?

Việc họ cảm thấy thế nào chắc chắn phụ thuộc vào kinh nghiệm đầu tư xảy ra gần đây của chính người ấy. Nếu anh ta ở ngoài thị trường và không tham gia vào hưởng phần lợi nhuận mà những người khác gần đây được hưởng, anh ta có thể cảm thấy đau đớn hối hận. Và các nhà tâm lý học đã tìm ra rằng hối tiếc là một cảm xúc mang lại động lực hành động đáng kể.

Sự ghen tị với những người kiếm được nhiều tiền hơn trên thị trường chứng khoán so với việc làm công ăn lương trong năm vừa rồi là một cảm giác đau đớn, đặc biệt nó làm giảm đi cái tôi của người đó. Nếu những kẻ kiếm được nhiều tiền trên thị trường thực sự thông minh hơn và hiểu thị trường rõ hơn, người đứng ngoài thị trường thực sự cảm thấy mình là một kẻ lạc hậu. Ngay cả khi những kẻ kiếm bộn kia không có gì xuất chúng, chẳng qua chỉ vớ bở do may mắn, người đứng ngoài thị trường cũng chẳng thấy dễ chịu gì hơn. Người ta luôn có thể tìm kiếm sự an ủi tinh thần bằng suy nghĩ rằng đó chỉ là may mắn khiến người khác thành

công hơn, và xui xẻo là nguyên nhân khiến tài khoản của họ thiếu thành công. Nhưng như Nassim Taleb đã lập luận rất hùng hồn trong quyển sách của ông *Fooled by Randomness* (tạm dịch: Trò đùa của sự ngẫu nhiên), cảm xúc của chúng ta khiến chúng ta khó có thể hưởng lợi từ giải thích duy lý cho sự thất bại đó, trong khi lòng ghen tị với thành công của những người khác tiếp tục ám ảnh chúng ta.

Người ta có thể cảm thấy rằng nếu họ chỉ có thể tham gia thêm một năm nữa trong thị trường chứng khoán tăng (giả sử thị trường còn tăng lên sau một năm nữa) điều này sẽ giúp giảm bớt nỗi đau. Tất nhiên, anh ta cũng nghĩ rằng thị trường có thể đi xuống. Nhưng người ta cân nhắc chi phí cảm xúc tiềm tàng trong khả năng thua lỗ như thế nào tại thời điểm ra quyết định phân bổ tài sản?

Có lẽ người ta cảm thấy rằng khoản thua lỗ tiềm năng sẽ không gây hại cho cái tôi của mình nhiều bằng thua lỗ thật sự nếu tham gia thất bại. Tất nhiên, người ta có thể nhận ra rằng họ đang chịu rủi ro khi tham gia thị trường ngay khi nó bắt đầu đi xuống. Nhưng chi phí tâm lý của thua lỗ tiềm năng trong tương lai như vậy có thể không lớn hơn nhiều so với sự hối tiếc tột độ khi đứng ngoài thị trường trong quá khứ. Do đó, mặc dù có nhiều cách khác nhau để đối phó với suy nghĩ mình là "kẻ thua cuộc", chẳng hạn như tái khám phá tầm quan trọng của việc trở thành một người bạn, người chồng, người vợ hoặc cha mẹ tốt, hoặc tìm về những điều đơn giản trong cuộc sống, cuối cùng họ quyết định điều đem lại sự thỏa mãn về mặt cảm xúc cần phải thực hiện ngay chính là tham gia vào thị trường chứng khoán.

Tất nhiên, nếu một người đã ở trong thị trường chứng khoán và phân vân sau khi bùng nổ đã diễn ra một thời gian liệu có nên ở lại thị trường không, anh ta lại có một khung cảm xúc rất khác. Người ta cảm thấy hài lòng và có lẽ tự hào về những thành quả trong quá khứ và chắc chắn cảm thấy giàu có hơn. Người ta có thể có cùng cảm xúc như những tay đánh bạc sau khi họ kiếm được tiền thắng, mà "chơi với tiền nhà cái" thì không có gì để mất về mặt cảm xúc khi đặt cược lại. Không còn nghi ngờ gì khi nói

rằng trạng thái cảm xúc của các nhà đầu tư lúc ra quyết định là một trong những yếu tố quan trọng nhất đằng sau thị trường tăng giá. Mặc dù trạng thái cảm xúc của họ có thể phần nào xuất phát từ các yếu tố được mô tả trong chương trước, chẳng hạn như sự gia tăng của tình cảm nặng về vật chất và chủ nghĩa cá nhân, nó cũng được khuếch đại bởi tác động tâm lý của xu hướng tăng ngày càng mạnh mẽ quan sát được trên thị trường.

Sự chú ý của công chúng đến thị trường

Mức độ quan tâm và chú ý của công chúng đến thị trường thay đổi đáng kể theo thời gian, vì sự quan tâm của công chúng nhảy từ chủ đề đáng chú ý này sang chủ đề khác. Sự chú ý chuyển từ tin tức về Jacqueline Kennedy (*vợ của Tổng thống thứ 35 của Hoa Kỳ John F. Kennedy – chú thích của người dịch*) sang những câu chuyện về Công nương Diana rồi đến Kim Kardashian. Mối quan tâm trên thị trường chứng khoán cũng chạy theo mốt tương tự như thế, tùy thuộc vào chất lượng câu chuyện của các sự kiện xúc tác.

Một số tác giả đã chỉ ra rằng năm 1929 là thời điểm nhà đầu tư chú ý cao độ đến thị trường chứng khoán. John Kenneth Galbraith, trong cuốn *The Great Crash: 1929* được viết vào năm 1961 của mình, ông đã đề cập:

Vào mùa hè năm 1929, thị trường không chỉ chiếm lĩnh mặt trận tin tức. Nó còn thống trị nền văn hóa. Nhóm thiểu số vào những thời điểm khác đã bộc lộ sự quan tâm của mình đến mức nhà thần học Saint Thomas Aquinas, nhà văn Proust, trường phái phân tâm học và y học tâm lý, nay lại nói về các tập đoàn của Mỹ, các nhà sáng lập người Mỹ và Thép. Chỉ những người lập dị thuần thành nhất mới còn duy trì được sự lãnh đạm với thị trường và mối quan tâm đến tự kỷ ám thị hoặc chủ nghĩa cộng sản. Trên các con phố lớn luôn có một người dân nào đó thao thao bất tuyệt một cách tường tận về việc mua hoặc bán cổ phiếu. Bây giờ người ấy đã trở thành một nhà tiên tri.

Sự chú ý của công chúng tập trung vào thị trường chứng khoán vào cuối những năm 1920 được hỗ trợ bởi nhiều bình luận khác. Mọi người

nên nhớ rằng lập luận của Galbraith năm 1961 có chứa một số lời khoa trương đậm chất báo chí mà ông chắc chắn không thể bỏ qua nếu ông được viết vào những năm 1920. Nhưng Galbraith đã đi đúng hướng về hướng thay đổi trong những năm 1920.

Nếu xem xét tạp chí Hướng dẫn đọc sách về Văn học định kỳ (*Reader's Guide to Periodical Literature*) hàng năm trong suốt thập niên 1920, bạn sẽ thấy trong bất kỳ năm nào, chủ đề về thị trường chứng khoán cũng chỉ chiếm một tỉ lệ nhỏ trong các ấn phẩm định kỳ, chúng luôn luôn dưới 0,1%. Mọi người nghĩ về vô vàn thứ khác nhau bên cạnh thị trường. Tuy nhiên, tỉ lệ bài báo liên quan đến thị trường chứng khoán tăng trưởng rõ rệt trong suốt thập kỷ này. Có 29 bài viết về thị trường chứng khoán trong giai đoạn 1922-1924, chiếm 0,025% tổng số bài viết được đăng; 67 bài viết trong giai đoạn 1925-1928, chiếm 0,035% tổng số bài viết được đăng; và 182 bài báo trong giai đoạn 1929-1932, chiếm 0,093% tổng số bài viết được đăng. Tóm lại, trong những năm 1920, tỉ lệ bài viết về thị trường chứng khoán gần như tăng gấp bốn lần.

Chúng ta nhìn thấy một mẫu hình tương tự trong sự thay đổi mối quan tâm về thị trường chứng khoán từ một nghiên cứu giống hệt của Reader's Guide về thị trường Bùng nổ Thiên niên kỷ, mặc dù tỉ lệ các bài viết về thị trường chứng khoán trong giai đoạn này cao hơn so với những năm 1920. Vào năm 1982, ở đáy của thị trường chứng khoán, có 242 bài viết về thị trường chứng khoán, tương đương 0,194% tổng số các bài viết. Vào năm 1987, năm thị trường sụp đổ, có 592 bài viết, tương đương 0,364% tổng số các bài viết, tăng gần gấp đôi. Sau vụ sụp đổ thị trường, mối quan tâm suy yếu trở lại và chỉ có 255 bài viết, tương đương 0,171% tổng số các bài viết vào năm 1990. Trong thập niên 1990, số lượng bài viết tăng trở lại, phần nào đó không thường xuyên. Có 451 bài viết trong năm 2000, chiếm 0,254% tổng số các bài viết. Sau đỉnh cao của thị trường vào năm 2000, số lượng bài viết giảm. Vào năm 2003, chỉ có 327 bài báo, tương đương 0,175% tổng số bài viết, gần với tỉ lệ của năm 1990.

Một nguồn bằng chứng khác về sự chú ý của nhà đầu tư đối với thị trường là số lượng câu lạc bộ đầu tư, theo báo cáo của Hiệp hội các nhà đầu tư quốc gia (NAIC) hiện là BetterInvesting cho biết. Các câu lạc bộ đầu tư là các nhóm nhỏ, thường họp tại nhà của các thành viên vào buổi tối, họ cùng nhau đầu tư một khoản tiền nhỏ để giải trí và nhằm mục đích tìm hiểu về đầu tư. NAIC được thành lập vào năm 1951 bởi bốn câu lạc bộ đầu tư vào đầu thời kỳ thị trường giá lên của thập niên 1950; số lượng câu lạc bộ tăng lên 953 vào năm 1954, đạt mức cao nhất là 14.102 vào năm 1970 (gần đỉnh thị trường) và giảm xuống còn 3.642 vào năm 1980 (gần đáy thị trường), tức giảm 74%. Đến năm 1999, số lượng câu lạc bộ đã tăng vượt quá mức đỉnh trước đó, lên tới con số 37.129. Nhưng đến năm 2004, số lượng câu lạc bộ đã giảm xuống còn 23.360, tức giảm 37%. Sự phù hợp lộ liễu của số lượng câu lạc bộ đầu tư đối với hoạt động của thị trường là rất đáng chú ý, xác nhận rằng sự chú ý của các nhà đầu tư thực sự bị thu hút bởi thị trường giá lên và bị khuếch tán bởi thị trường giá xuống. Sự sụt giảm số lượng câu lạc bộ sau năm 2000 nhỏ hơn so với giai đoạn 1970 và 1980, cho thấy rằng đến năm 2004, sự quan tâm của nhà đầu tư vào thị trường vẫn chưa giảm, và thực tế này có thể cũng được coi là phù hợp với sự suy giảm nhỏ hơn trong tỉ lệ PE kể từ năm 2000.

Các câu lạc bộ đầu tư đã không phục hồi sau Bong bóng Thiên niên kỷ. Số thành viên của các câu lạc bộ này đã giảm từng năm kể từ năm 1998, bất chấp những đợt thị trường được vực dậy mạnh mẽ giai đoạn 2003-2007 và 2009-2014. Tính đến năm 2013, số lượng thành viên giảm hơn 90% so với mức đỉnh điểm vào năm 1998. Sự sụt giảm này cho thấy sự hồi sinh của thị trường chứng khoán giai đoạn 2003-2007 và 2009-2014 khác biệt về bản chất và kém mang tính giải trí hoặc xã hội so với Bong bóng Thiên niên kỷ, tương tự như bùng nổ thị trường bất động sản giai đoạn 2012-2014 cũng ít cuốn hút hơn so với đợt bùng nổ lớn giai đoạn 1997-2006.

Khi mọi người lần đầu tiên trải nghiệm thành công trong bất kỳ lĩnh vực nào, tất nhiên sẽ có xu hướng tự nhiên nảy sinh những sáng kiến

mới và phát triển kỹ năng của họ với hy vọng đạt được nhiều thành công hơn nữa. Trong một nghiên cứu về các nhà đầu tư chuyển từ giao dịch qua điện thoại sang giao dịch trực tuyến, so sánh họ với các nhà đầu tư tiếp tục sử dụng điện thoại để giao dịch, các nhà kinh tế Brad Barber và Terrance Odean nhận thấy rằng những người đã chuyển đổi trung bình đánh bại thị trường hơn 2% mỗi năm. Sau khi họ tham gia giao dịch trực tuyến, những người đã chuyển đổi phương thức giao dịch mang đậm nét đầu cơ và giao dịch tích cực hơn, và sau đó dần dần vượt mặt thị trường hơn 3% mỗi năm. Phát hiện này có thể được hiểu là sự tự tin thái quá từ thành công trong quá khứ khuyến khích mọi người mở rộng chi phí học tập cố định cho giao dịch trực tuyến. Nhờ những khả năng và hứng thú này, họ có khả năng chú ý nhiều hơn đến thị trường trong một thời gian dài – tính bằng năm, để chờ đến ngày nhìn thấy các kỹ năng đầu tư của họ đem lại thành quả.

Gần đỉnh thị trường vào khoảng năm 1999, dường như các cuộc trò chuyện về thị trường chứng khoán lan rộng khắp mọi nơi. Hồi đó tôi hay chơi một trò với vợ tôi: khi chúng tôi đi ăn nhà hàng, tôi sẽ dự đoán xem ai đó ở bàn kế sẽ nói về thị trường chứng khoán. Tôi không lắng nghe cuộc trò chuyện của họ mà chỉ phát triển khả năng nhận diện từ khóa "thị trường chứng khoán". Thông thường tôi có thể bắt được từ này. Khi đó, đem thị trường chứng khoán ra nói chuyện đã được nhìn nhận là một loại thách đố được chấp nhận trong giao tiếp hàng ngày. Thị trường đã trở thành một chủ đề được chấp nhận. Năm năm sau, việc đem thị trường chứng khoán ra nói chuyện trong các dịp giao lưu không còn được xem là hấp dẫn nữa. Nó có vẻ khiến câu chuyện như bị xen vào, một lời nói hớ, một nỗ lực thiếu tính toán khi muốn kết hợp giữa công việc với bầu không khí thoải mái. Đến năm 2004, người ta nghe nói nhiều về thị trường nhà đất. Sự khác biệt giữa năm 1999 và 2004 rất tinh tế, nhưng vẫn tiết lộ về sự thay đổi cơ bản trong sự nhiệt tình của nhà đầu tư đối với thị trường.

Lý thuyết phản hồi của bong bóng

Trong lý thuyết vòng phản hồi, việc tăng giá ban đầu (ví dụ như được tạo ra bởi các loại yếu tố xúc tác được mô tả trong chương trước) dẫn đến nhu cầu của nhà đầu tư tăng lên, phản hồi lại làm cho giá bị đẩy cao hơn do ảnh hưởng của lần tăng giá đầu. Vòng tăng giá thứ hai này phản hồi lại tạo nên vòng tăng giá thứ ba, và sau đó là vòng thứ tư,... Do đó, tác động ban đầu của các yếu tố xúc tác được khuếch đại, dẫn đến tăng giá lớn hơn nhiều so với kết quả tự các yếu tố xúc tác ấy có thể đem lại. Các vòng phản hồi như vậy có thể là một yếu tố không chỉ trong lịch sử thị trường giá lên và giá xuống đối với thị trường chứng khoán tổng thể mà còn xuất hiện trong những thăng trầm của thị trường nhà đất và các khoản đầu tư cá nhân với một số khác biệt về chi tiết.

Phản hồi là một thuật ngữ quen thuộc đối với các kỹ sư, những người nhận thức được nhiều tình huống xảy ra và tác động của phản hồi. Một ví dụ quen thuộc về phản hồi xảy ra khi người ta đưa micrô (thiết bị nhận âm thanh và gửi âm thanh được mã hóa điện tử) đến gần loa (thiết bị chuyển âm thanh được mã hóa điện tử thành âm thanh thực tế). Kết quả có thể là một tiếng rít kỳ lạ thay đổi theo thời gian. Tiếng rít xảy ra do âm thanh truyền lại từ micrô sang loa rồi lại sang micrô và ngược về loa, cứ thế kéo dài một chuỗi dài các vòng lặp. Các biến thể của tiếng rít là hệ quả tự nhiên của các hệ thống phản hồi, vốn tự thân nó đã có động lực phức tạp. Phản hồi này hoạt động giống như phản hồi tạo ra bong bóng thị trường chứng khoán, mặc dù tất nhiên phản hồi loa-micrô xảy ra trong một phần nghìn giây sẽ nhanh hơn nhiều so với trong thị trường chứng khoán khi diễn tiến tính bằng ngày, tháng và năm.

Để hiểu rõ hơn về phản hồi, người ta có thể thực hiện một thí nghiệm. Nếu một người mang micro trước một chiếc loa và giữ im lặng, sẽ không hề có tiếng rít nào. Nếu không có âm thanh khởi, sẽ không có gì để phản hồi. Nhưng nếu người ấy vỗ tay một cái, tiết rít sẽ bắt đầu và tự diễn biến. Tiếng rít có thể tăng dần lên, giảm dần, rồi tắt ngúm. Rõ ràng, tất cả âm thanh này là kết quả của cái vỗ tay, và âm thanh thực tế có thể đã kéo dài

trong một thời gian đáng kể sau khi cái vỗ tay đã kết thúc từ lâu. Suy cho cùng thì sự lên xuống của âm thanh được gây ra bởi yếu tố xúc tác, cái vỗ tay, nhưng thời gian diễn ra sự lên xuống của âm thanh này là do cơ chế phản hồi chứ không phải âm thanh gốc.

Khi chúng ta quan sát các biến thể của kết quả phản hồi từ loa trong điều kiện phòng bình thường, với nhiều tiếng ồn nhỏ khác nhau làm mất tình trạng cân bằng, chúng ta có thể sẽ bối rối không biết đâu là nguồn phát của chúng. Các âm thanh xúc tác không xảy ra cùng lúc với biến thể phản hồi, và do đó vai trò nguyên nhân của chúng rất dễ bị bỏ lỡ. Thị trường đầu cơ cũng tương tự như vậy, nhưng ở thị trường này, phản hồi có thể kéo dài suốt nhiều năm. Những xáo trộn đã khởi phát phản hồi có thể rất xa về mặt thời gian mà dường như khó có thể là nguyên nhân của biến động giá.

Lý thuyết về phản hồi, như tôi đã lưu ý, được biết đến rộng rãi, nhưng hầu hết mọi người không sử dụng thuật ngữ vòng lặp phản hồi để mô tả nó. Cụm từ này là một thuật ngữ của nhà khoa học về một khái niệm phổ biến hay có thể được gọi là một vòng luẩn quẩn, một lời tiên tri tự hoàn thành, một hiệu ứng đoàn tàu (*khuynh hướng ta tiếp nhận một dạng hành vi, phong cách hay thái độ nào đó đơn giản chỉ bởi vì mọi người khác đều đang làm như vậy – chú thích của người dịch*). Mặc dù thuật ngữ bong bóng đầu cơ có nhiều hơn một nghĩa trong diễn ngôn chung, có vẻ nó thường được dùng với hàm ý chỉ những phản hồi như vậy. Trong phiên bản phổ biến nhất của lý thuyết phản hồi, phiên bản dựa trên kỳ vọng thích nghi (*kỳ vọng về những gì sẽ xảy ra trong tương lai dựa trên những gì đã xảy ra trong quá khứ – chú thích của người dịch*), phản hồi diễn ra vì giá tăng trong quá khứ tạo ra kỳ vọng giá còn tăng tiếp. Trong phiên bản khác của lý thuyết phản hồi, phản hồi diễn ra vì niềm tin của nhà đầu tư gia tăng khi phản ứng với giá tăng trong quá khứ. Thông thường những phản hồi như vậy được cho là phản ứng không quá nhiều đối với việc tăng giá đột ngột bằng mô hình tăng giá bền vững.

Các bằng chứng được thảo luận ở phần trước của chương này, phù hợp với cả kỳ vọng thích nghi và phản hồi niềm tin của nhà đầu tư, đóng vai trò trong tình hình thị trường chứng khoán hiện tại. Các phản hồi cũng có thể xảy ra vì lý do cảm xúc mà không liên quan đến kỳ vọng hoặc sự tự tin. Hiệu ứng "chơi bằng tiền của nhà cái" (*con bạc sau khi đã thu hồi vốn, tiếp tục chơi bằng phần tiền thắng với một tâm trạng rất thoải mái vì chẳng sợ mất gì – chú thích của người dịch*), như đã thảo luận trước đây, có thể dẫn đến một loại phản hồi: khung suy nghĩ này có thể làm giảm xu hướng bán của nhà đầu tư sau khi tăng giá, do đó khuếch đại tác động của các yếu tố xúc tác đến giá. Hành vi giá trong quá khứ có thể có một loạt các tác động cảm xúc, tùy thuộc vào bối cảnh của chúng.

Tóm lại, có một số loại phản hồi khác nhau. Phản hồi giá-giá là cơ bản nhất: việc tăng giá, thông qua sự nhiệt tình của nhà đầu tư, phản hồi trực tiếp vào việc tăng giá hơn nữa. Phản hồi giá-GDP-giá là một hình thức khác: khi giá trị của thị trường chứng khoán hoặc thị trường nhà đất tăng lên, sự giàu có và lạc quan khuyến khích chi tiêu: tiêu dùng và đầu tư vào những thứ như nhà ở, nhà máy và thiết bị mới. Phản ứng đối với các giá trị đầu tư cao hơn được gọi là "hiệu ứng tài sản" (*chỉ sự điều chỉnh tiêu dùng của cá nhân khi thấy giá trị tài sản của mình thay đổi – chú thích của người dịch*); hiệu ứng tài sản đã được chứng minh là hoạt động cả ở thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất. Khi những chi tiêu cao hơn này có tác động đến GDP, biểu hiện của thành công kinh tế khuyến khích mọi người đẩy giá thị trường lên cao hơn. GDP cao hơn được công chúng giải thích như bằng chứng của một nền kinh tế khỏe mạnh hơn là bong bóng. Phản hồi giá-thu nhập doanh nghiệp-giá lại là một dạng khác nữa. Khi giá thị trường chứng khoán tăng, mọi người chi tiêu nhiều hơn và điều này làm tăng lợi nhuận doanh nghiệp, được hiểu là tin tốt cơ bản về công ty, khuyến khích mọi người đặt kỳ vọng cao hơn đối với thị trường chứng khoán và do đó đẩy giá tăng cao hơn nữa.

Ẩn dưới phản hồi này là một sự hiểu lầm công khai rộng rãi về tầm quan trọng của suy nghĩ đầu cơ trong nền kinh tế của chúng ta. Mọi

người đã quen với việc nghĩ rằng có một tình trạng "sức khỏe" cơ bản của nền kinh tế và rằng khi thị trường chứng khoán tăng, hoặc GDP tăng, hoặc lợi nhuận của công ty tăng, điều đó có nghĩa là nền kinh tế trở nên khỏe mạnh hơn, không hơn không kém. Dường như mọi người thường nghĩ rằng nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi một yếu tố gây hại ngoại sinh, giống như động đất hoặc tác động của thiên thạch, hoặc những đột phá ngoại sinh như những tiến bộ đột ngột trong công nghệ, theo đó sự chuyển động của thị trường chứng khoán, GDP hoặc lợi nhuận, chỉ là sự phản ánh của những cú sốc như vậy. Quả thực là nền kinh tế đôi khi chịu những cú sốc như vậy. Nhưng mọi người dường như không nhận thức được mức độ thường xuyên mà tâm lý của chính họ, như một phần của một mô hình phản hồi phức tạp, đang thúc đẩy nền kinh tế.

Bất kể lý thuyết phản hồi nào được áp dụng, bong bóng đầu cơ không thể phát triển mãi mãi. Nhu cầu của nhà đầu tư về tài sản đầu cơ không thể tăng trưởng mãi mãi và khi nó ngừng tăng, giá sẽ ngừng tăng. Theo phiên bản phổ biến của lý thuyết phản hồi kỳ vọng, tại thời điểm đó, chúng ta kỳ vọng thị trường sẽ giảm, bong bóng sẽ vỡ, vì các nhà đầu tư không còn nghĩ rằng giá sẽ tiếp tục tăng và do đó không còn thấy lý do chính đáng để nắm giữ chứng khoán. Tuy nhiên, các phiên bản khác của lý thuyết phản hồi không cho thấy sự nổ đột ngột của bong bóng, vì chúng không được xác nhận dựa trên nền tảng giá tăng liên tục.

Thật vậy, ngay cả theo các phiên bản phổ biến nhất của lý thuyết phản hồi, thực sự không có lý do gì để nghĩ rằng nên có những vụ nổ bong bóng đột ngột xảy ra. Thay vào đó, phải có động tĩnh gì đó trong nhu cầu của nhà đầu tư, một số phản ứng khó lường trước những thay đổi giá trong quá khứ, một sự thiếu đồng bộ nào đó giữa các nhà đầu tư. Hơn nữa, cám dỗ tham gia hoặc thoát khỏi thị trường mà những thay đổi giá trong quá khứ tạo ra không chỉ được xác định bởi mỗi sự thay đổi gần nhất về giá. Điều hợp lý là các nhà đầu tư sẽ nhìn lại thay đổi giá trong nhiều ngày, tuần hoặc tháng để quyết định xem họ có thấy hiệu suất thị trường gần đây lôi cuốn hay không. Do đó, lý thuyết phản hồi đơn giản phù hợp với mẫu hình giá cho thấy nhiều gián đoạn và rung lắc nhẹ.

Với bất kỳ lý thuyết phản hồi nào, chúng ta cũng có thể kỳ vọng rằng bong bóng tiêu cực sẽ xảy ra, trong đó phản hồi xảy ra theo hướng giảm, vì giá ban đầu giảm làm nản lòng một số nhà đầu tư, khiến giá giảm hơn nữa và cứ như thế. (Thuật ngữ bong bóng tiêu cực nhắc nhở tôi nhớ đến hình ảnh một chai nước soda bằng nhựa đậy kín chứa đầy không khí ấm dần dần teo lại khi được làm lạnh và dãn nở về hình dạng ban đầu khi ta nới lỏng nắp – mặc dù phép ẩn dụ này thực sự không được sử dụng nhiều bằng phép ẩn dụ bong bóng xà phòng cho các sự kiện đầu cơ tích cực). Giá tiếp tục giảm cho đến khi dường như không thể giảm hơn được nữa, tại thời điểm đó, không có lý do gì để mọi người muốn tránh xa khỏi cổ phiếu và bong bóng tiêu cực lấp đầy trở lại, dù đó là bong bóng tích cực đi nữa, bong bóng có lẽ sẽ không bùng nổ đột ngột.

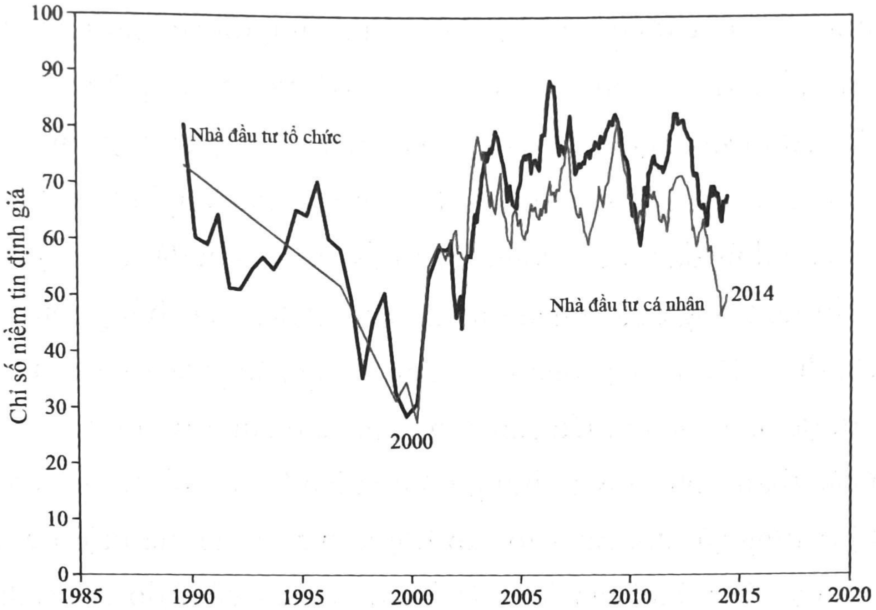
Động lực vòng phản hồi có thể tạo ra hành vi phức tạp và thậm chí rõ ràng là ngẫu nhiên. Cái gọi là trình tạo số ngẫu nhiên trong một số loại phần mềm máy tính thực sự chỉ là các vòng phản hồi phi tuyến tính đơn giản, và thậm chí một số vòng phản hồi khá đơn giản đã được chứng minh là mang lại hành vi trông phức tạp đến mức gợi ý rằng đó là ngẫu nhiên. Nếu chúng ta cho rằng có nhiều loại vòng phản hồi vận hành trong nền kinh tế và nhiều loại yếu tố xúc tác, thì chúng ta có thể kết luận rằng sự ngẫu nhiên rõ ràng của thị trường chứng khoán, xu hướng tạo ra những bước chuyển đột ngột mà không có lý do rõ ràng, rốt cuộc có thể không thể giải thích được. Nhánh toán học nghiên cứu các vòng phản hồi phi tuyến tính, được gọi là lý thuyết hỗn loạn (*nỗ lực để thấy và hiểu những trật tự đằng sau những hệ thống phức tạp mà mới nhìn qua tưởng chừng như rất hỗn loạn – chú thích của người dịch*), có thể được áp dụng để hiểu được sự phức tạp của hành vi thị trường chứng khoán.

Nhận thức về phản hồi và bong bóng giữa các nhà đầu tư

Lý thuyết phản hồi của bong bóng đầu cơ được biết đến rộng rãi như là một phần của văn hóa đại chúng của chúng ta. Do đó, ta cũng mặc nhiên tự hỏi rằng liệu nhận thức của công chúng về bong bóng có thể

đóng vai trò tạo nên bong bóng hay không. Có thể hình dung là một bong bóng có thể tồn tại chỉ vì mọi người nghĩ rằng có một bong bóng tạm thời và muốn cưỡi nó trong một thời gian.

Cuộc thăm dò tiền lớn (*big money*) của Barron dành cho các nhà quản lý tiền chuyên nghiệp vào tháng 4 năm 1999, chưa đầy một năm trước khi thị trường đạt đỉnh vào năm 2000, đã đặt câu hỏi "Có phải thị trường chứng khoán đang trong một bong bóng đầu cơ?" Kết quả cho thấy 72% số người được hỏi nói có, chỉ 28% nói không. Đó là bằng chứng khá vững chắc rằng một số người nghĩ rằng họ đang ở trong một bong bóng. Một trong những chỉ số mà chúng tôi tính toán tại Trung tâm Tài chính Quốc tế ở Yale được gọi là chỉ số "độ tin cậy định giá", cho biết tỉ lệ người trả lời cho rằng thị trường chứng khoán không bị định giá quá cao. Câu hỏi mà chúng tôi đặt ra cho những đáp viên là: "Khi đo lường bằng các thước đo giá trị cơ bản thực sự hoặc giá trị đầu tư hợp lý, giá cổ phiếu ở Hoa Kỳ đang ở mức: (1) Quá thấp, (2) Quá cao, (3) Vừa đúng, (4) Không biết. Chỉ số độ tin cậy định giá cho biết số người trả lời chọn 1 (Quá thấp) hoặc 3 (Vừa đúng) theo tỉ lệ phần trăm với những người chọn 1, 2 hoặc 3. Tôi đã đặt câu hỏi này làm câu hỏi đầu và không hề thay đổi vị trí cũng như nội dung câu hỏi từ năm 1989. Biểu đồ chỉ số niềm tin định giá cho cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức kể từ năm 1989 được thể hiện trong hình 5.4. Niềm tin định giá giảm trong suốt thập niên 1990 cho cả nhà đầu tư cá nhân và tổ chức và chạm đáy ngay trước khi đạt đỉnh thị trường chứng khoán năm 2000. Niềm tin định giá tăng vọt trở lại, gần như mức 1989, khi thị trường chứng khoán giảm sau năm 2000. Hành vi này của niềm tin định giá là bằng chứng có giá trị hơn cho thấy thị trường chứng khoán trải qua bong bóng vào khoảng năm 2000.



Hình 5.4

Chỉ số niềm tin định giá, 1989-2014

Tỉ lệ số người được hỏi cho rằng thị trường chứng khoán không được định giá quá cao, 1989-2014: Nhà đầu tư tổ chức (đường đậm), nhà đầu tư cá nhân có thu nhập cao (đường nhạt). Nguồn: Các cuộc khảo sát của tác giả đến năm 2000, sau đó là của Trung tâm Tài chính Quốc tế tại Yale.

Đáng chú ý là mọi người hoàn toàn không tin vào thị trường vào năm 2000. Vào thời điểm tôi viết quyển sách này tức năm 2014, các nhà đầu tư cá nhân đã nhanh chóng mất niềm tin một lần nữa, mặc dù chúng ta không trở lại như những mức của năm 1999.

Điều đó nói lên rằng, vẫn sẽ không chính xác khi nghĩ rằng hầu hết mọi người đều tin chắc rằng quá trình phản hồi đang diễn ra, đang vận hành thông qua tâm lý nhà đầu tư, chỉ là họ cố tình tham gia vào bong bóng và hy vọng thoát ra trước khi nó sụp đổ. Các chuyên gia đầu tư mà tờ Barron's khảo sát, nhờ vào quá trình đào tạo của mình, có thể hiểu biết hơn một chút về những điều này so với công chúng nói chung. Công chúng có thể nghĩ rằng thị trường có thể bị định giá quá cao và có thể không ổn định, nhưng họ không có một bức tranh rõ nét về động lực của bong bóng.

Trong các cuộc điều tra bảng hỏi của chúng tôi về người mua nhà ở các thành phố xảy ra bùng nổ, chúng tôi đã cho mọi người không gian tự do để viết ra suy nghĩ của họ về diễn biến của thị trường bất động sản mà họ vừa tham gia. Một số người thực sự nói họ đã nghĩ rằng tâm lý thị trường đang thúc đẩy các sự kiện, và một số thậm chí đã sử dụng từ bong bóng. Nhưng trong cuộc khảo sát vào năm 2004 của chúng tôi, từ bong bóng chỉ được 1% số đáp viên nhắc đến trong bảng trả lời. Cụm từ cung và cầu được nhắc đến nhiều gấp năm lần, và phần lớn những gì các đáp viên ở các thành phố xảy ra bùng nổ nêu lên là về tình trạng thiếu nhà trên thị trường và nhu cầu cao. Ấn tượng mạnh mẽ mà một người gặp phải khi đọc câu trả lời của đáp viên là họ tin rằng có lý do chính đáng để bùng nổ bất động sản xảy ra và tiếp tục diễn tiến.

Cũng trong các cuộc khảo sát người mua nhà của chúng tôi vào năm 2003 và 2004, khi bùng nổ bất động sản diễn ra với tốc độ nhanh nhất, chúng tôi đã hỏi rằng:

Điều nào sau đây mô tả giả thuyết của bạn đúng hơn về xu hướng gần đây trong giá nhà ở [tên thành phố]?

1. Đó là giả thuyết về tâm lý của người mua nhà và người bán nhà

2. Đó là giả thuyết về các điều kiện kinh tế hoặc nhân khẩu học như thay đổi dân số, thay đổi lãi suất hoặc tăng trưởng hay suy giảm việc làm

Chỉ có 13% (trong số 771 người được hỏi) chọn đáp án 1 (tâm lý học); 87% chọn đáp án 2 (điều kiện kinh tế hoặc nhân khẩu học).

Theo như những câu trả lời này phản ánh, ý tưởng cho rằng một số loại phản hồi tâm lý thúc đẩy giá cả thị trường không phải là suy nghĩ tự nhiên của tuyệt đại đa số dân chúng. Thật vậy, sự nhiệt tình mà một người cảm nhận được trong thời kỳ bong bóng dường như không nhất quán với nhận thức rộng rãi về sự hiện diện của bong bóng. Nếu người ta nghĩ rằng việc tăng giá chỉ là một ví dụ khác cho hành vi bầy đàn sắp kết thúc đột ngột vào một ngày không thể đoán trước, thì thật khó để tưởng tượng được vì sao họ phấn khích đến thế.

Mô hình Ponzi như mô hình phản hồi và bong bóng đầu cơ

Thật khó để chứng minh rằng một mô hình phản hồi giá cơ học đơn giản, trong đó tạo ra sự chú ý và nhiệt tình của nhà đầu tư, lại là một yếu tố trong thị trường tài chính. Chúng ta có thể có một ấn tượng ngẫu nhiên rằng các nhà đầu tư đang thể hiện sự nhiệt tình đối với các khoản đầu tư trong phản ứng với việc tăng giá trong quá khứ, nhưng chúng ta không thấy bất kỳ bằng chứng cụ thể nào cho thấy phản hồi đó thực sự ảnh hưởng đến quyết định của họ. Để cung cấp bằng chứng cho thấy rằng các cơ chế phản hồi ấy đóng một vai trò trong thị trường tài chính, thật hữu ích khi xem xét ví dụ về các mô hình Ponzi, hoặc mô hình kim tự tháp của những tay lừa đảo nhằm tạo ra phản hồi được cho là có lợi nhuận từ khoản đầu tư hiện tại đến lợi nhuận đầu tư trong tương lai. Những mô hình này đã được thực hiện rất nhiều lần đến nỗi các chính phủ phải làm luật để loại trừ, nhưng chúng vẫn tiếp tục xuất hiện. Theo một cách nào đó, chúng đặc biệt thú vị vì chúng là các thí nghiệm được kiểm soát (bởi tay lừa đảo!) minh họa các đặc điểm của phản hồi không thể nhìn thấy rõ ràng ở thị trường bình thường hoặc trong phòng thí nghiệm tâm lý học thực nghiệm.

Trong một mô hình Ponzi, người quản lý mô hình này hứa hẹn sẽ tạo ra lợi nhuận lớn cho các nhà đầu tư bằng cách đầu tư tiền của họ. Nhưng rất ít hoặc hoàn toàn không có tí tiền nào của người đóng góp được đầu tư vào các tài sản thực. Thay vào đó, người quản lý trả lợi tức cho các nhà đầu tư ban đầu bằng số tiền thu được từ các nhà đầu tư ở vòng thứ hai và trả lợi tức cho các nhà đầu tư ở vòng thứ hai bằng số tiền thu được từ khoản đầu tư của các nhà đầu tư ở vòng thứ ba,... Tên của mô hình bắt nguồn từ một ví dụ đặc biệt nổi tiếng (mặc dù chắc chắn đây không phải trường hợp đầu tiên), được thực hiện bởi Charles Ponzi ở Hoa Kỳ vào năm 1920. Một mô hình Ponzi lôi kéo các nhà đầu tư ban đầu để rồi sau khi họ kiếm được rất nhiều tiền sẽ kể lại câu chuyện thành công của mình cho một nhóm các nhà đầu tư khác, những người sau đó lại đầu tư nhiều hơn vào mô hình, từ đó cho phép tay lừa đảo trả hết vòng thứ hai, và cứ

thế câu chuyện thành công của họ lôi kéo một vòng các nhà đầu tư thậm chí còn lớn hơn... Mô hình này cuối cùng phải kết thúc, vì nguồn cung của các nhà đầu tư không thể tăng mãi mãi, và không nghi ngờ gì khi thủ phạm của mô hình biết rõ điều này. Thủ phạm có thể hy vọng trốn thoát mà không trả hết vòng đầu tư cuối cùng và lớn nhất, sau đó chui lủi ngoài vòng pháp luật. (Hoặc có thể anh ta hay cô ta có thể tưởng tượng rằng nhờ vào may mắn, họ có thể tìm thấy cơ hội đầu tư tuyệt vời sau này để cứu lấy mô hình).

Chúng ta biết rằng các mô hình Ponzi đã thành công trong việc làm cho thủ phạm trở nên giàu có, ít nhất là cho đến khi họ bị bắt giữ. Charles Ponzi đã thu hút 30.000 nhà đầu tư vào năm 1920 và đã phát hành ngân phiếu trị giá 15 triệu đô la, tất cả trong vòng bảy tháng. Mô hình Ponzi gần đây của Bernie Madoff, được thực hiện từ những năm 1970 cho đến khi sụp đổ vào năm 2008, được coi là vụ bê bối tài chính lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ, đã gây thiệt hại ước tính gần 65 tỷ đô la. Cả kinh nghiệm lẫn học thức dường như không thể tạo thành miễn dịch giúp các nhà đầu tư khỏi phải trở thành nạn nhân của loại lừa đảo này.

Bong bóng có thể xuất hiện ở những nơi tưởng chừng khó xảy ra nhất và có thể giăng bẫy cả nhà đầu tư nhỏ ở nông thôn. Trong một câu chuyện nổi tiếng gần đây, một bà nội trợ tên Raejean Bonham đã thiết lập mô hình Ponzi khổng lồ của riêng mình tại thị trấn Fox nhỏ bé ở vùng nông thôn Alaska. Cô hứa sẽ trả 50% tiền lãi trong hai tháng và lôi kéo 1.200 nhà đầu tư ở 42 tiểu bang để trả cho cô tổng cộng từ 10 đến 15 triệu đô la từ năm 1989 đến năm 1995.

Một câu chuyện đặc biệt kịch tính đã xuất hiện ở Cộng hòa Albania (quốc gia tại Đông nam Âu) vào năm 1996 và năm 1997 khi một số mô hình Ponzi hứa hẹn tỉ lệ hoàn vốn tuyệt vời đã lôi kéo một phần không nhỏ người dân trong nước. Bảy Mô hình Ponzi đã tích lũy được khoảng 2 tỷ đô la, tương đương 30% GDP hàng năm của Albania. Sự nhiệt tình đối với các mô hình rất dữ dội đến nỗi trong cuộc bầu cử địa phương năm 1996, các thành viên của đảng cầm quyền đã đặt các biểu tượng của

quỹ đi theo mô hình Ponzi trên áp phích chiến dịch của họ, như để đạt được một số tín nhiệm cho các nguồn tài sản mới. Khi các mô hình thất bại vào năm 1997, những người biểu tình giận dữ đã cướp phá các ngân hàng và đốt cháy các tòa nhà. Khi đó, chính phủ buộc phải kêu gọi quân đội trấn giữ hòa bình, một số kẻ bạo loạn đã bị giết. Sự sụp đổ của các mô hình buộc Thủ tướng Aleksander Meksi và nội các của ông phải từ chức.

Là một phần trong chiến lược, các mô hình Ponzi thành công vẽ nên câu chuyện hợp lý về cách tạo ra lợi nhuận khổng lồ. Charles Ponzi nói với các nhà đầu tư rằng ông có thể kiếm tiền cho họ bằng cách triển khai một cơ hội mang lại lợi nhuận nhờ chênh lệch giá liên quan đến tem phiếu hồi báo bưu phẩm Quốc tế. Các tem phiếu giảm giá này do bưu điện bán cho người mua để có thể kèm tem phiếu trong lá thư gửi đến người nhận ở một quốc gia khác và được coi như phương tiện thanh toán trả trước bưu phí cho bức thư hồi âm. Rõ ràng có một số cơ hội lợi nhuận tiềm năng thực sự trong việc mua tem phiếu hồi báo bưu phẩm ở châu Âu và bán chúng ở Hoa Kỳ, vì tỷ giá hối đoái không tương ứng chính xác với tỷ giá ẩn trong tem phiếu. Câu chuyện Ponzi kể về các cơ hội thu lợi từ việc giao dịch các team phiếu, cuối cùng được công bố trên các tờ báo trong thời gian mô hình diễn ra, nghe có vẻ hợp lý với một số người có ảnh hưởng. Nhưng cơ hội lợi nhuận thực tế không thể thực hiện được vì không có cách nào bán được tem phiếu dễ dàng, và trò lừa bịp bắt đầu sáng tỏ khi bưu điện New York tuyên bố rằng việc cung cấp tem phiếu hồi đáp bưu chính quốc tế của thế giới không đủ để tạo nên gia tài kếch xù như Ponzi tuyên bố.

Raejean Bonham ở Alaska tuyên bố cô đã mua các dặm thưởng cho khách bay thường xuyên không sử dụng từ các công ty lớn, rồi đóng gói chúng lại thành các tấm vé chiết khấu, và sau đó bán được với khoản lợi nhuận lớn. Công ty đầu tư VEFA của Cộng hòa Albania được cho là đã thực hiện một số khoản đầu tư truyền thống trong nền kinh tế đang hồi sinh. (Cũng có một tin đồn ở Albania vào thời điểm đó rằng VEFA là mặt trận để rửa tiền, hoạt động này nghe có vẻ đem lại nguồn tiền lớn đáng tin cậy cho nhiều nhà đầu tư).

Một quan sát quan trọng được đưa ra về các ví dụ của mô hình Ponzi này là các nhà đầu tư ban đầu được cho là rất hoài nghi về các mô hình này, sẽ chỉ đầu tư số tiền nhỏ. Một câu chuyện về cơ hội kiếm lợi nhuận chênh lệch giá nhờ tem phiếu hồi âm bưu chính, nếu chỉ được nói trực tiếp, mà không có bằng chứng cho thấy nó đã kiếm được nhiều tiền cho người khác thì sẽ không đủ tin cậy để lôi kéo nhiều nhà đầu tư. Các nhà đầu tư không thực sự tin tưởng vào mô hình cho đến khi họ thấy những người khác đạt được lợi nhuận lớn.

Khả năng cao của thứ gọi là lợi nhuận chi trả cho khoản đầu tư trên thực tế chỉ đến từ luồng tiền mới được huy động hết đợt này đến đợt khác được công chúng nhìn nhận là ổn cho đến khi mô hình sụp đổ, và tay lừa đảo dĩ nhiên là từ chối bồi thường. Đây là kết cục của cả mô hình Ponzi nguyên mẫu và ví dụ ở Albania. Việc nhiều người tiếp tục tin vào mô hình sau đó có vẻ khó hiểu và đối với các nhà quan sát bên ngoài, những người tin vào mô hình này có vẻ khá ngu ngốc. Nhưng điều này chỉ để cho ta thấy ảnh hưởng mạnh mẽ của việc chứng kiến người khác kiếm được khối tài sản to lớn. Việc những người khác kiếm được bộn tiền dường như là bằng chứng thuyết phục nhất hỗ trợ cho câu chuyện đầu tư liên quan đến mô hình Ponzi, bằng chứng này vượt trội hơn cả những lý lẽ được suy luận cẩn thận nhất chống lại câu chuyện.

Gian lận, Thao túng và Lời nói dối vô hại

Quá trình tạo ra sự bùng nổ đầu cơ ở một số khía cạnh tỏ ra tương đồng với các mô hình Ponzi này. Ngoài ra, một phần của sự bùng nổ là hoạt động được thiết kế rõ ràng để đánh lừa mọi người, nỗ lực của nhiều người nhằm khai thác lỗi tư duy ở các nhà đầu tư nói chung. Làm điều này một cách hiệu quả thường đòi hỏi phải vi phạm pháp luật. Nhưng, do sự chậm chạp trong quá trình phán quyết của chúng ta, thủ phạm của những mưu đồ như vậy có thể hạ cánh an toàn sau nhiều năm lừa gạt mọi người. Đây cũng là một phần của quá trình bong bóng đầu cơ.

Giáo sư đầu tiên của tôi tại Viện Công nghệ Massachusetts, Charles Kindleberger, là một người có ảnh hưởng lớn đến suy nghĩ của tôi. Ông sống đến 92 tuổi và tôi đã trao đổi với ông lần cuối ngay trước khi ông qua đời vào năm 2003. Trong quyển sách *Manias, Panics and Crashes* (tạm dịch Điên cuồng, hoảng loạn và sụp đổ) xuất bản vào năm 1989, ông đã viết: "Chúng tôi tin rằng lừa đảo được xác định theo nhu cầu... Trong sự bùng nổ, vận may được tạo ra, các cá nhân bị lòng tham lôi kéo, và những kẻ lừa đảo thì tiến lên để khai thác nhu cầu".

Giá trị của hầu hết các khoản đầu tư phụ thuộc vào kỳ vọng cho tương lai gần và xa, một điều không thể thấy rõ vào ngày hôm nay. Do đó, sự tập trung của công chúng vào sự chú ý ở các khoản đầu tư tạo cơ hội cho lừa dối và xuyên tạc. Trong thời kỳ bùng nổ, những kẻ cơ hội cố gắng tìm ra một số cách thu lợi từ sự chú ý đầu cơ của cộng đồng bằng cách giả vờ là mẫu mực của thành công tư bản, và cũng giả vờ bằng cách này hay cách khác làm người bảo vệ cho nền kinh tế tuyệt vời mới.

Một trong những lý do khiến chúng ta bị lừa bởi bong bóng cũng tương tự như khi chúng ta bị lừa bởi các ảo thuật gia chuyên nghiệp. Khi người thông minh trở thành những kẻ chuyên nghiệp trong việc lừa gạt mọi người và dành nhiều năm để mài dũa kỹ năng, họ có thể ngang nhiên lừa ta, ít nhất cũng được một thời gian. Và họ cũng chỉ cần lừa chúng ta vừa đủ lâu để gom tiền và rời khỏi hiện trường. Mối bận tâm của công chúng với các khoản đầu tư tạo ra một động lực to lớn cho các chuyên gia như vậy thăng tiến sự nghiệp của họ trong lĩnh vực tài chính và quản lý. Khi chúng ta có ban điều hành cho một số công ty chúng ta sở hữu hoặc các nhà môi giới bất động sản có bản lĩnh tương đương ảo thuật gia chuyên nghiệp, chúng ta phải kỳ vọng rằng những gì chúng ta thấy không phải là thực tế.

Các trường hợp cực đoan là những trường hợp có hành vi phạm tội, giống như của Enrons và Parmalats (*tập đoàn sữa và thực phẩm đa quốc gia của Ý, sụp đổ vào năm 2003 với lỗ hổng 14 tỷ euro trong tài khoản – chú thích của người dịch*). Trong thời hậu bùng nổ, môi trường chính

trị thay đổi, công chúng bị mất tiền phẫn nộ, những kẻ phạm tội bị truy tố và quy định được thắt chặt. Chúng ta đã thấy điều đó xảy ra một lần nữa tại Hoa Kỳ và các quốc gia khác sau khi thị trường đạt đỉnh điểm vào năm 2000. Chúng ta đã chứng kiến một vòng truy tố khác sau cơn chứng khoán hóa vô tội vạ dẫn đến thị trường sụp đổ vào năm 2008. Đây là một công việc quan trọng mà các cơ quan quản lý và công tố viên thực hiện, và hậu quả của sự bùng nổ đầu cơ là một kiểu thanh lọc thị trường tài chính của chúng ta để thị trường có thể hoạt động hiệu quả hơn trong thời hậu bong bóng.

Tuy nhiên, phổ biến hơn so với các ví dụ về hành vi tội phạm là những ví dụ về con người hoàn toàn tuân thủ luật pháp nhưng đã tạo ra cơn bùng nổ. Họ xây dựng các doanh nghiệp mà chính họ cũng không tin tưởng. Đây là những trường hợp không thành thật thay vì lừa đảo.

Vài người trong số này đã lấy tiền của họ mang về nhà. Từ năm 2000, nhiều nhà quản lý hàng đầu của các công ty công nghệ được xây dựng từ khái niệm kinh doanh có vết nứt từ trong trứng nước nhưng đã IPO thành công và nghỉ hưu sớm tại tư dinh của họ mà hầu như không quan tâm rằng giá cổ phiếu của công ty đã giảm cho đến nay. Một số tạp chí kinh doanh phát triển không phải xuất phát từ nhu cầu độc giả mà vì các công ty muốn đặt quảng cáo trong đó như một phần trong màn kịch của họ, đã phải ngừng hoạt động. Nhưng nhiều dự án như vậy vẫn xuất hiện, có thể ở mức thấp hơn và câu chuyện không hề có hồi kết.

Tôi nhớ rõ như in một kinh nghiệm mình đã trải qua vào năm 1998 khi tôi cố gắng bán một công ty nhỏ. Công ty nhỏ đã thuyết trình trước một số chủ ngân hàng đầu tư để giúp họ quyết định liệu họ có thể tiếp thị cho các khách hàng tiềm năng hay không. Khung cảnh đọng lại trong ký ức của tôi. Chủ tịch của công ty nhỏ đã mô tả một mô hình kinh doanh hoạt động rất trơn tru cho những nhân viên ngân hàng này, tôi nghĩ vậy. Các nhân viên ngân hàng đầu tư có vẻ hơi buồn ngủ. Tại một thời điểm trong bài trình bày của mình, vị chủ tịch đã đề cập rằng công ty bán sản phẩm của mình qua Internet và vì vậy người ta có thể nói đó là một công

ty Internet. Tại thời điểm này, một trong những nhân viên ngân hàng đầu tư như được hồi sinh. Ông nói rằng thị trường đang thèm khát các công ty Internet và nếu họ có thể giới thiệu công ty nhỏ này là một trong số đó, ngân hàng của ông có thể thu về hàng triệu đô la. Nhưng, ông nói, công ty sẽ phải nặn ra một câu chuyện về một lộ trình tương lai thật vĩ đại cho công ty, một câu chuyện hợp lý có thể đem lại hàng trăm triệu doanh thu trong vài năm, và ban quản lý sẽ phải sống với câu chuyện ấy, thực hiện những sáng kiến kinh doanh báo hiệu niềm tin vào câu chuyện. Sau đó, chủ tịch của công ty nhỏ nói với tôi rằng anh ấy nghĩ vui rằng mình nên thay đổi tên công ty thành một cái gì đó kết thúc với .com. Nhưng khi tự vấn bản thân thêm, anh ta nói rằng câu chuyện không có thật: "Đơn giản là tôi không thể làm vậy", anh ấy kết luận.

Những người khác thì có thể và đã làm điều đó. Trên thực tế, đã có một xu hướng trong những năm 1990 về việc kết nạp những người sống bằng nghề biểu diễn và những người am hiểu truyền thông làm người đứng đầu các tập đoàn, để thu hút các nhà đầu tư và làm tăng giá cổ phiếu. Trong quyển sách *Searching for a Corporate Savior* (tạm dịch: Tìm kiếm vị cứu tinh doanh nghiệp) được xuất bản vào năm 2002 của Rakesh Khurana, ông đã ghi lại mô thức thuê những người nổi tiếng đắt giá từ bên ngoài về điều hành các công ty với tầm nhìn và để mắt đến thị trường chứng khoán. Trong khi những người có kiến thức thực sự và sâu sắc về doanh nghiệp, những người cảm thấy trung thành với những cộng sự làm việc tại đó và sẵn sàng thực hiện các bước để đảm bảo thành công lâu dài thường bị đẩy sang một bên.

Bong bóng đầu cơ như quá trình Ponzi xảy ra tự nhiên

Bằng cách ngoại suy từ các ví dụ đã trình bày, dường như các vòng phản hồi đầu cơ, về mặt ảnh hưởng sẽ tựa như các mô hình Ponzi tự phát và thỉnh thoảng xuất hiện mà không cần sự hiện diện của một tay quản lý lừa đảo. Ngay cả khi không có kẻ thao túng bịa đặt những câu chuyện sai lệch và cố tình lừa dối các nhà đầu tư trong thị trường chứng khoán tổng

thể, những câu chuyện mang màu sắc thần thoại về thị trường xuất hiện ở khắp mọi nơi. Khi giá tăng lên nhiều lần, các nhà đầu tư được thưởng liên tục bằng các biến động giá ở các thị trường này, giống như họ đang ở trong các mô hình Ponzi. Vẫn còn nhiều người (thực sự là toàn bộ các nhà môi giới chứng khoán và ngành công nghiệp quỹ tương hỗ), những người được hưởng lợi từ việc kể những câu chuyện gợi ý rằng thị trường sẽ đi lên hơn nữa. Các câu chuyện này không cần phải mang tính lừa đảo; chúng chỉ cần nhấn mạnh những tin tức tích cực và ít nhấn mạnh đến tiêu cực. Nếu chúng ta gọi bong bóng đầu cơ là mô hình Ponzi tự phát thì lộ trình của nó sẽ không đều và ít kịch tính hơn, vì không có các yếu tố thao túng trực tiếp, nhưng lộ trình này đôi khi bắt chước mô hình Ponzi khi nó được hỗ trợ bởi những câu chuyện tự nhiên xuất hiện. Sự mở rộng từ mô hình Ponzi sang bong bóng đầu cơ tự phát xuất hiện tự nhiên đến nỗi người ta phải kết luận, nếu có tranh luận về bong bóng đầu cơ, rằng chính những người hoài nghi mới là đối tượng chịu gánh nặng cung cấp bằng chứng về lý do tại sao bong bóng đầu cơ giống Ponzi lại không thể xảy ra.

Gần đây, nhiều giáo trình tài chính lớn, vốn cổ súy quan điểm thị trường tài chính là thị trường hoạt động duy lý và hiệu quả, đã không đưa ra được lập luận về lý do tại sao các vòng phản hồi hỗ trợ bong bóng đầu cơ không thể xảy ra. Trên thực tế, ít nhất cho đến gần đây, họ thậm chí còn không đề cập đến bong bóng hoặc mô hình Ponzi. Những quyển sách này truyền đạt ý thức về sự diễn tiến có trật tự trong thị trường tài chính, về các thị trường hoạt động với độ chính xác của các nhà toán học. Nếu các hiện tượng đó hoàn toàn không được đề cập, sinh viên không cách nào tự đánh giá xem họ có thực sự là đối tượng ảnh hưởng đến thị trường hay không.

Phản hồi và phản hồi chéo giữa thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất

Chúng ta đã lưu ý trong các chương trước rằng tại Hoa Kỳ, về mặt lịch sử, có rất ít mối liên hệ giữa thay đổi giá trên thị trường chứng khoán và thay đổi giá trên thị trường nhà đất, nhưng sự bùng nổ thị trường nhà

đất bắt đầu vào năm 1998 xuất hiện nhiều năm sau sự bắt đầu của giai đoạn gia tăng mạnh mẽ nhất của thị trường chứng khoán từ năm 1995. Chúng ta cũng lưu ý rằng, trên thế giới, bùng nổ giá nhà có xu hướng đạt đỉnh sau một vài năm kể từ khi thị trường chứng khoán bùng nổ. Điều này làm dấy lên khả năng đôi khi có phản hồi chéo, nghĩa là phản hồi từ thị trường này sang thị trường khác, giữa thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất. Trong khi thị trường nhà đất trở nên đậm tính đầu cơ hơn khi xã hội của chúng ta thay đổi, cũng có thể phản hồi sẽ tăng cường trong tương lai.

Không có gì đáng ngạc nhiên khi bùng nổ giá nhà sẽ bắt đầu một vài năm sau khi thị trường chứng khoán bùng nổ. Bùng nổ thị trường chứng khoán tạo ra sự giàu có rõ rệt, và của cải tăng lên khuyến khích mọi người chi đậm hơn để mua nhà và do đó đẩy giá nhà lên. Hiệu ứng này có thể dễ dàng hoạt động với độ trễ vài năm, vì người dân phải mất vài năm để đưa ra quyết định thay đổi nơi cư trú. Nhưng thật khó để hình dung một mô hình phản hồi khiến giá nhà tăng nhanh ngay cả khi giá cổ phiếu đang giảm mạnh. Có vẻ như chúng ta sẽ không bao giờ hiểu được một hiện tượng như vậy.

Có thể là sự bùng nổ giá nhà, bắt đầu ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác trước thời kỳ đỉnh cao của thị trường, bắt đầu từ năm 1998 để phản ứng với bùng nổ thị trường chứng khoán và tự diễn biến thông qua phản hồi nội bộ sau khi thị trường chứng khoán xì hơi. Cũng có thể là sự bùng nổ giá nhà là một loại phản ứng trễ dài hơi đối với sự gia tăng thị trường chứng khoán đã hình thành từ năm 1982, bởi vì sự sụt giảm của thị trường sau năm 2000 chỉ khiến thị trường giảm xuống phần nào và khiến mọi người cảm thấy giàu có hơn rất nhiều so với những gì họ cảm thấy vào năm 1982 ngay cả sau khi thị trường chứng khoán giảm sau năm 2000. Hoặc có lẽ bùng nổ thị trường chứng khoán đã tạo ra một số thay đổi văn hóa tự diễn tiến sau khi thu nhập doanh nghiệp giảm xuống. Tuy vấn đề này có quan hệ chặt chẽ với sự sụt giảm của thị trường chứng khoán, nhưng sự sụt giảm thu nhập không ảnh hưởng trực tiếp đến nhà ở.

Nhưng chúng ta nên thêm một khả năng khác giúp giải thích cho giá nhà tăng nhanh xảy ra đồng thời với sự sụt giảm của thị trường chứng khoán sau năm 2000. Đó là sự sụt giảm của thị trường chứng khoán sau năm 2000 có tác động làm tăng thêm nhu cầu về nhà ở bằng cách chuyển sự nhiệt tình của nhà đầu tư từ thị trường chứng khoán sang thị trường nhà đất. Điều này có vẻ giống như một lý thuyết gắng gượng đưa ra cho phù hợp với tình hình thực tế, nhưng chúng tôi có bằng chứng ủng hộ nó. Trong các cuộc khảo sát của chúng tôi về người mua nhà gần đây trong năm 2003 và 2004, Karl Case và tôi đã hỏi trực tiếp chủ nhà về những phản hồi có thể có từ thị trường chứng khoán đến thị trường nhà đất. Chúng tôi đã hỏi câu hỏi sau đây với kết quả được dẫn ra bên cạnh:

Kinh nghiệm với thị trường chứng khoán trong vài năm qua [Vui lòng khoanh tròn một con số].

1. Đóng vai trò quan trọng thúc đẩy tôi mua nhà	12%
2. Phần nào thúc đẩy tôi mua nhà	14%
3. Không ảnh hưởng lên quyết định mua nhà của tôi	72%
4. Phần nào khiến tôi không muốn mua nhà	2%
5. Ảnh hưởng rất lớn khiến tôi không muốn mua nhà	1%
	[n = 1.146]

Tại thời điểm của các cuộc khảo sát này, kinh nghiệm của đáp viên với thị trường chứng khoán trong vài năm qua dĩ nhiên thường sẽ rất tồi tệ, vì thị trường tổng thể đã giảm rất mạnh sau năm 2000. Đại đa số người được hỏi cho biết thị trường chứng khoán không có ảnh hưởng đến quyết

định mua nhà của họ. Điều này thực sự không có gì đáng ngạc nhiên, vì hầu hết mọi người phải có vô số lý do cá nhân nổi bật hơn trong tâm trí họ để mua một ngôi nhà. Nhưng điều thú vị về những câu trả lời này là với những người trả lời rằng trải nghiệm đó đã ảnh hưởng đến quyết định mua nhà của họ, một tỉ lệ áp đảo nói rằng nó thúc đẩy họ. Trong thực tế (tính đến sai số làm tròn theo tỉ lệ phần trăm đã cho), số người nói rằng thị trường thúc đẩy họ mua nhà nhiều hơn gấp mười lần so với số người nói rằng thị trường khiến họ không muốn mua nhà.

Ngay sau câu hỏi này trong bảng câu hỏi, chúng tôi có một câu hỏi tiếp theo: "Vui lòng giải thích suy nghĩ của bạn ở đây". Các đáp viên đã viết một số cảm nghĩ đáng chú ý giải thích câu trả lời phía trên của họ. Và khi đọc những câu trả lời này, người ta có cảm giác thực về phản hồi chéo từ giá cổ phiếu lên giá nhà. Dưới đây là ví dụ của một số câu trả lời từ những người nói rằng thị trường chứng khoán khuyến khích họ mua nhà:

Tôi đã chứng kiến tài khoản hưu trí IRA và 401(K) của tôi giảm. Tôi quyết định thay vào đó, mình sẽ đầu tư vào bất động sản.

Nhà ở không bị thua lỗ nhiều như cổ phiếu.

Cổ phiếu trong thị trường chứng khoán quá biến động về giá trị, làm cho rủi ro cao hơn. Mua nhà và đất giữ giá trị đầu tư tốt hơn vì đất sẽ không bị giảm giá đi theo thời gian.

Lợi nhuận giảm và tổn thất lớn khiến tôi tìm kiếm cách khác để sử dụng vốn. Sở hữu nhà là khoản đầu tư số một cho an ninh tài chính cá nhân. Mọi tài sản khác đứng vị trí thứ hai.

Nhà ở vốn an toàn hơn đầu tư. Bạn luôn có thể sống trong đó.

Chúng tôi đã mất phần lớn số tiền 401K và Roth IRA trong suốt giai đoạn 2000-2002. Chúng tôi không bao giờ mất tiền khi đầu tư vào bất động sản.

Bất động sản an toàn hơn. Ít nhất bạn sở hữu tài sản. Với cổ phiếu, nếu thua lỗ, bạn chẳng có gì.

Sau khi chúng tôi đọc nhiều câu trả lời như vậy, dường như xuất hiện một số mô hình rõ ràng. Sự sụt giảm trong thị trường chứng khoán giai

đoạn 2000-2003 đã khiến mọi người ngày càng chán ngấy với thị trường chứng khoán và sẵn sàng chuyển thiện chí của họ sang một thị trường khác, một điều mà họ ngày càng tin là khoản đầu tư tốt nhất cho họ. Nó đơn giản như vậy. Những gì họ viết có vẻ đơn giản và dễ hiểu. Đã có một loại phản hồi chéo từ thị trường chứng khoán đến thị trường nhà đất, và điều đó phải chịu trách nhiệm cho một phần tích cực trong sự bùng nổ bất động sản mà chúng ta đã thấy. Phản hồi chéo này cũng giúp giải thích cho tính chất quốc tế của bùng nổ nhà ở, khi sự sụp đổ thị trường chứng khoán đã xảy ra ở tất cả các nước tiên tiến từ cuối những năm 1990.

Cái gọi là bằng chứng của phản hồi chéo từ thị trường chứng khoán đến thị trường nhà ở có vẻ mong manh, vì phản hồi như vậy không phải lúc nào cũng xảy ra, nhưng người ta phải nhớ rằng chúng ta đang đối mặt với khoa học xã hội, chứ không phải vật lý lý thuyết. Chúng ta không hoàn toàn hiểu được tại sao phản hồi giữa các thị trường lại có hình thức như vậy và tại sao nó thay đổi theo thời gian, nhưng chúng ta đã học được điều gì đó về nó.

Lạc quan tếu và những vòng phản hồi: những tranh cãi cho đến thời điểm này

Có nhiều yếu tố xúc tác chính yếu gây ra lạc quan tếu, như đã trình bày chi tiết trong chương trước, và tác động của những nguyên nhân này có thể được khuếch đại bởi một vòng phản hồi, bong bóng đầu cơ, như chúng ta đã thấy trong chương này. Khi giá tiếp tục tăng, mức độ hưng phấn được tăng cường bởi chính giá tăng.

Trong chương này, chúng ta chỉ mới bắt đầu mô tả quá trình phản hồi. Chúng ta đã thấy rằng thông tin phản hồi không chỉ đơn thuần xuất hiện khi các cá nhân nhìn vào sự tăng giá trong quá khứ và thực hiện các tính toán hợp lý để điều chỉnh mức độ tự tin và kỳ vọng của từng cá nhân. Những thay đổi trong mô hình suy nghĩ lan truyền toàn bộ nền văn hóa và chúng hoạt động không chỉ trực tiếp từ việc tăng giá trong quá khứ mà còn từ những thay đổi văn hóa bổ trợ từ việc tăng giá trong quá khứ. Để hiểu rõ hơn về cách các yếu tố xúc tác phát huy tác dụng của chúng và cách chúng được khuếch đại, trong

phần tiếp theo, chúng ta sẽ thảo luận về những thay đổi văn hóa đi kèm với thị trường chứng khoán gần đây và sự bùng nổ đầu cơ khác. •

PHẦN HAI

NHỮNG YẾU TỐ VĂN HÓA

CHƯƠNG 06

PHƯƠNG TIỆN TRUYỀN THÔNG

Lịch sử của bong bóng đầu cơ bắt đầu gần như suýt soát thời gian với sự ra đời của báo giấy. Người ta có thể cho rằng, mặc dù hồ sơ lưu trữ của những tờ báo đầu tiên này hầu như đã mất hết, nhưng báo giấy, hoặc các tập sách tin tức mỏng, đã báo cáo về bong bóng đầu tiên: cơn sốt hoa tulip Hà Lan của những năm 1630.

Mặc dù các phương tiện truyền thông như báo giấy, tạp chí, và truyền hình, cùng với các trang điện tử mới của chúng trên Internet luôn tự nhận là một thực thể tách rời và chỉ thực hiện nhiệm vụ quan sát các sự kiện thị trường, bản thân chúng lại là một phần không thể tách rời của các sự kiện này. Các sự kiện thị trường quan trọng thường chỉ xảy ra nếu có suy nghĩ tương tự giữa các nhóm người đông đảo, và phương tiện truyền thông là phương tiện thiết yếu để truyền bá ý tưởng.

Trong chương này, tôi xem xét sự phức hợp của tác động từ phương tiện truyền thông đối với các sự kiện thị trường. Như chúng ta sẽ thấy, những câu chuyện tin tức hiếm khi có tác động đơn giản và có thể dự đoán được trên thị trường. Thật vậy, ở một số khía cạnh, chúng có tác động ít hơn so với niềm tin chung của mọi người. Tuy nhiên, một phân tích cẩn thận cho thấy các phương tiện truyền thông đóng một vai trò quan trọng cả trong việc dọn đường cho các động thái thị trường lẫn thúc đẩy các động thái này.

Vai trò của phương tiện truyền thông trong việc thiết lập giai đoạn cho các động thái thị trường

Các phương tiện truyền thông liên tục cạnh tranh để thu hút sự chú ý của công chúng nếu muốn tiếp tục tồn tại. Sự sống còn của họ đòi hỏi họ phải tìm và khai thác các tin tức thú vị, tập trung chú ý vào tin tức có tiềm năng truyền miệng (để mở rộng lượng khán giả của họ), và bất cứ khi nào có thể, khai thác một câu chuyện đang diễn ra để thu hút khán giả của họ với mục đích duy trì khách hàng ổn định.

Cạnh tranh không có nghĩa đăng tin bừa bãi. Những người được giao nhiệm vụ truyền bá tin tức đã nuôi dưỡng một quá trình sáng tạo, học hỏi từ những thành công và thất bại của nhau, nhắm đến mục đích cung cấp màu sắc cảm xúc cho tin tức, và đầu tư những câu chuyện lôi cuốn mối quan tâm của con người và tạo ra những con số quen thuộc trong tin tức. Nhiều năm kinh nghiệm trong môi trường cạnh tranh đã làm cho các chuyên gia truyền thông khá thiện nghệ trong yêu sách đòi hỏi sự chú ý của công chúng.

Các phương tiện truyền thông bị thu hút bởi các thị trường tài chính một cách tự nhiên, bởi vì, ít nhất, các thị trường cung cấp nguồn tin tức liên tục dưới dạng thay đổi giá hàng ngày. Không có gì đánh bại thị được trường chứng khoán trong tần suất xuất hiện các tin tức có khả năng trở thành tin hút khách.

Thị trường chứng khoán có phẩm chất của một ngôi sao. Công chúng coi đó là sòng bạc lớn, thị trường dành cho những tay chơi lớn và tin rằng vào bất kỳ ngày nào, nó đóng vai trò là phong vũ biểu cho tình trạng của quốc gia. Đây cũng là điểm nhấn mà truyền thông có thể thúc đẩy và khai thác để hưởng lợi. Tin tức tài chính có thể có tiềm năng thu hút mối quan tâm lớn của con người đến mức nó liên quan đến việc tạo dựng hoặc phá vỡ tài sản. Và các phương tiện truyền thông tài chính có thể phô bày vị trí dẫn đầu lâu năm của họ về hiệu suất của thị trường như một câu chuyện luôn tiếp diễn và mang lại những khách hàng trung thành nhất. Công cụ tạo tin tức thường xuyên khác ở quy mô có thể so sánh chính là các sự kiện thể thao. Không phải ngẫu nhiên mà tin tức tài chính và tin tức thể thao cùng nhau chiếm khoảng một nửa nội dung biên tập của nhiều tờ báo ngày nay.

Nhà đất cũng là một niềm đam mê bất tận đối với công chúng, bởi vì chúng ta sống trong nhà, chúng ta bài trí, chăm chút căn nhà của mình mỗi ngày và ý thức được vị trí xã hội cá nhân của chúng ta gắn liền với loại nhà chúng ta đang sống. Niềm đam mê gia tăng cùng bong bóng nhà đất. Báo chí dành hẳn các chương mục riêng dành cho nhà cửa và bất động sản. Tại Hoa Kỳ, bùng nổ nhà đất đã dẫn đến việc khai sinh một kênh truyền hình hoàn toàn dành cho các vấn đề liên quan đến nhà ở: kênh HGTV. Tại Vương quốc Anh, chương trình truyền hình thực tế Property Ladder đã thắng lớn ngay từ khi ra mắt năm 2001 và rồi được Hà Lan và Hoa Kỳ mua bản quyền để thực hiện chương trình tại nước họ. Chương trình mô tả cuộc phiêu lưu của những người mua bán sang tay bất động sản, họ mua nhà, sửa chữa chúng và nhanh chóng bán ra với hy vọng có được lợi nhuận ấn tượng. Sau sụp đổ thị trường bất động sản, phiên bản tại Anh đã được làm lại với tên là Property Snakes and Ladders, phản ánh nhận thức ngày càng tăng về thị trường nhà đất là có thể tăng cũng có thể giảm, và chương trình tập trung vào việc biến tổ ấm trở nên đẹp đẽ thay vì sửa nhà để bán lại. Chương trình Flip that House chiếu trên sóng truyền hình Hoa Kỳ, ra mắt vào thời điểm bong bóng nhà đất của năm 2005 đã ngừng hoạt động vào năm 2008 sau khi bong bóng vỡ.

Nuôi dưỡng tranh luận trên truyền thông

Trong nỗ lực thu hút khán giả, các phương tiện truyền thông cố gắng đưa ra cuộc tranh luận về các vấn đề trong tâm trí công chúng. Có thể điều này đồng nghĩa với việc tạo ra một cuộc tranh luận về các chủ đề mà các chuyên gia cho là không đáng để bàn luận. Kết quả là các sự kiện truyền thông có thể truyền tải ấn tượng rằng có các chuyên gia ở mọi khía cạnh của vấn đề, do đó gợi ý sự thiếu đồng thuận của chuyên gia về chính những vấn đề mà mọi người đang bối rối nhất.

Trong những năm qua, tôi được nhiều người trong giới truyền thông gọi hỏi xem mình có sẵn sàng đưa ra tuyên bố ủng hộ quan điểm cực đoan nào đó không. Khi tôi từ chối, yêu cầu tiếp theo thường sẽ là giới thiệu một

chuyên gia khác sẽ sẵn lòng lên sóng để ủng hộ cho vị thế đó hay không.

Năm ngày trước khi thị trường chứng khoán sụp đổ vào năm 1987, chương trình MacNeil/Lehrer NewsHour đã mời lên sóng Ravi Batra, tác giả của *The Great Depression of 1990: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself* (tạm dịch Đại khủng hoảng năm 1990: Vì sao nó phải diễn ra, Làm sao để bảo vệ chính mình). Cuốn sách này lấy tiền đề cơ bản là một lý thuyết cho rằng lịch sử có xu hướng lặp lại chính xác đến từng chi tiết, do đó, vụ sụp đổ năm 1929 và sự đình trệ kinh tế kéo theo sẽ phải lặp lại. Mặc dù có tiếng tăm lớn về mặt học thuật, nhưng riêng cuốn sách này của Batra không phải là tác phẩm mà hầu hết các học giả có uy tín của thị trường nghiêm túc xem xét. Nhưng nó đã nằm trong danh sách bán chạy nhất của Thời báo New York Times trong mười lăm tuần trước thời điểm xảy ra vụ sụp đổ thị trường. Trên NewsHour, Batra tự tin dự đoán về một sự cố thị trường chứng khoán vào năm 1989 sẽ "lan ra toàn thế giới", sau đó, ông tuyên bố, "sẽ có khủng hoảng". Các tuyên bố của Batra được đưa ra trong khuôn khổ một chương trình danh giá. Mặc dù dự đoán một vụ sụp đổ diễn ra hai năm sau đó, có thể nó đã góp một phần nhỏ vào bầu không khí dễ tổn thương và mang đến cho chúng ta sự sụp đổ vào năm 1987. Mặc dù sự xuất hiện của Batra trên NewsHour ngay trước vụ sụp đổ có thể được coi là trùng hợp ngẫu nhiên, chúng ta phải nhớ rằng các dự đoán về sự cố thị trường chứng khoán thực sự khá hiếm trên các chương trình tin tức quốc gia. Việc ông ấy lên sóng truyền hình phát biểu và vụ sụp đổ diễn ra trong thực tế là rất ít tính gợi nhớ.

Các phương tiện truyền thông có nên nhận lỗi khi công chiếu các cuộc tranh luận về các chủ đề kém giá trị? Người ta có thể lập luận rằng truyền thông nên tập trung vào một loạt các chủ đề mà phần đông khán giả quan tâm, để công chúng có thể gạn lọc quan điểm của mình. Tuy nhiên, khi làm như vậy, các phương tiện truyền thông dường như thường lan truyền và củng cố các ý tưởng thiếu bằng chứng hỗ trợ. Nếu các giám đốc truyền thông chỉ tuân theo lợi ích trí tuệ cao nhất của họ trong việc đánh giá nên trình bày quan điểm nào, thì công chúng thực sự có thể

thấy sự sáng suốt của mình được mở rộng một cách xây dựng. Nhưng rõ ràng các phương tiện truyền thông không nhìn thấy đó phải là sứ mệnh của họ cũng như áp lực cạnh tranh không khuyến khích họ suy nghĩ lại về vấn đề này.

Báo cáo về triển vọng thị trường

Không thiếu các tin tức truyền thông cố gắng trả lời các câu hỏi của chúng ta về thị trường hôm nay, nhưng trong các tin tức này lại có sự thiếu hụt các số liệu thực có liên quan và những diễn dịch được xem xét chu đáo. Trên thực tế, nhiều bài đăng dường như được viết để chạy cho kịp hạn chót trước yêu cầu phải tạo ra được gì đó, bất cứ thứ gì có thể giải thích được câu chuyện số liệu thị trường. Câu chuyện điển hình là sau khi nhấn mạnh rằng thị trường tăng trưởng đáng chú ý, người viết tập trung vào các số liệu thống kê rất ngắn hạn. Câu chuyện thường đề cập các nhóm cổ phiếu nào đã tăng nhiều hơn so với những nhóm khác trong những tháng gần đây. Mặc dù các cổ phiếu này được mô tả là cổ phiếu dẫn dắt thị trường, không có lý do chính đáng nào cho thấy biểu hiện tốt của chúng đã tạo sự tăng trưởng cho cả thị trường. Câu chuyện truyền thông có thể nói về các yếu tố "thông thường" đằng sau tăng trưởng kinh tế, như sự bùng nổ Internet, được miêu tả bằng những từ ngữ rất kêu cùng với một lòng tự tôn dân tộc, ca ngợi cỗ máy kinh tế Hoa Kỳ hùng mạnh. Sau đó bài báo kết thúc bằng lời của một "ngôi sao" nào đó bàn về triển vọng tương lai. Đôi khi bài báo hoàn toàn thiếu vắng những suy nghĩ chân thực về lý do của thị trường tăng trưởng cũng như bối cảnh để xem xét triển vọng của thị trường. Điều này khiến ta khó mà tin rằng lối tiếp cận của người viết là một cái gì đó khác ngoài bất cẩn đạo lý.

Các nguồn trích dẫn nổi tiếng trong các bài viết này là gì? Họ thường đưa ra dự báo bằng số cho chỉ số Dow trong tương lai gần, kể chuyện hoặc trêu đùa và đưa ra ý kiến cá nhân của họ. Ví dụ, khi giám đốc tư vấn của Goldman Sachs & Co., bà Abby Joseph Cohen đặt ra một cụm từ có thể trích dẫn, chẳng hạn như lời cảnh báo của bà chống lại

"FUDD" (fear, uncertainty, doubt, và despair; tức là sợ hãi, không chắc chắn, nghi ngờ và tuyệt vọng) hoặc cụm từ "Silly Putty Economy" (nền kinh tế nhựa dẻo) của bà, đã nhanh chóng được lan truyền. Ngoài ra, các phương tiện truyền thông trích dẫn ý kiến của bà nhưng không nghiêm túc chú ý đến phân tích của bà ấy. Trên thực tế, mặc dù không nghi ngờ gì rằng bà có quyền truy cập vào một bộ phận nghiên cứu đáng gờm và thực hiện phân tích dữ liệu chuyên sâu trước khi đưa ra ý kiến của mình, tất cả những công sức ấy của bà được báo cáo ngắn gọn bằng ý kiến cá nhân của bà. Tất nhiên, bà hoàn toàn không có lỗi gì trong chuyện này, vì đó là bản chất thích rút trích của truyền thông, vốn trọng bề nổi hơn là phân tích chuyên sâu.

Bội thực kỷ lục

Các phương tiện truyền thông dường như phát triển mạnh trên các yếu tố cực đoan, và chúng ta, khán giả của họ bối rối không biết liệu mức tăng giá mà chúng ta thấy gần đây trên thị trường chứng khoán có hoàn toàn khác thường đến mức như họ miêu tả không. Dữ liệu gợi ý rằng việc chúng ta đang thiết lập một số kỷ lục mới (hoặc ít nhất là gần như vậy) là điều thường xuyên bị thổi phồng trên phương tiện truyền thông, và nếu các phóng viên nhìn vào dữ liệu theo đủ các cách khác nhau, hầu như ngày nào họ cũng sẽ tìm thấy gì đó gần đạt đến mức gọi là kỷ lục. Khi viết về thị trường chứng khoán, nhiều tác giả đã đề cập đến "kỷ lục thay đổi giá trong ngày", được đo bằng biến thiên điểm số của chỉ số Dow chứ không phải biến thiên phần trăm, theo đó dễ tạo thành kỷ lục hơn. Mặc dù các phương tiện truyền thông được khai sáng rất nhiều về báo cáo chỉ số Dow bằng điểm số trong những năm gần đây, nhiều cây bút vẫn nhất định viết kiểu này.

Sự bội thực kỷ lục này với ấn tượng rằng các kỷ lục mới và quan trọng liên tục được thiết lập, chỉ làm tăng thêm sự nhầm lẫn của mọi người về nền kinh tế. Nó khiến mọi người khó nhận ra thời điểm một sự kiện thật sự quan trọng đang thực sự diễn ra. Và với sự đổ bộ số lượng các chỉ số

khác nhau, truyền thông đã khuyến khích nhà đầu tư né tránh việc đánh giá định lượng số liệu, mà thay vào đó nhìn các số liệu đã được chế biến từ các nguồn nổi tiếng.

Biến động giá cổ phiếu lớn có thực sự theo sau tin tức khủng?

Nhiều người dường như nghĩ rằng các báo cáo về các sự kiện cụ thể, các nội dung tin tức nghiêm trọng gây ảnh hưởng đến thị trường tài chính. Nhưng các nghiên cứu cho ta rất ít bằng chứng hỗ trợ quan điểm này hơn người ta vẫn tưởng.

Victor Niederhoffer, khi còn là phó giáo sư tại Berkeley vào năm 1971 (trước khi ông trở thành nhà quản lý quỹ phòng hộ huyền thoại), đã xuất bản một bài nghiên cứu tìm cách xác lập mối liên quan giữa những ngày có tin tức về các sự kiện quan trọng trên thế giới với những ngày có biến động giá cổ phiếu lớn. Ông lập bảng kê tất cả các tiêu đề in chữ lớn trên Thời báo New York Times (kích thước tiêu đề được lấy làm chỉ số thô nói lên tầm quan trọng tương đối; tin tức, sự kiện càng lớn, tiêu đề càng to) từ năm 1950 đến năm 1966; có 432 tiêu đề như vậy. Có phải những ngày có sự kiện thế giới quan trọng này tương ứng với những biến động lớn trong giá cổ phiếu? Để lấy tiêu chuẩn so sánh, Niederhoffer cho biết chỉ số S&P trong giai đoạn này biểu thị mức tăng đáng kể trong một ngày (hơn 0,78%) chỉ trong 10% số ngày giao dịch và giảm đáng kể trong một ngày (hơn 0,71%) chỉ trong 10% của số ngày giao dịch khác. Trong số 432 ngày có sự kiện quan trọng trên thế giới, 78 (hoặc 18%) cho thấy mức tăng giá mạnh và 56 (hoặc 13%) cho thấy mức giảm mạnh. Do đó, những ngày như vậy có nhiều khả năng xuất hiện biến động giá lớn hơn so với những ngày khác nhưng ở mức không đáng kể.

Niederhoffer tuyên bố rằng, khi đọc câu chuyện dưới những tiêu đề này, ông không nghĩ các sự kiện thế giới được đăng báo sẽ có nhiều khả năng tác động đến giá trị cơ bản của thị trường chứng khoán. Có lẽ những gì các phương tiện truyền thông nghĩ là tin tức quốc gia lớn không thực sự quan trọng đối với thị trường chứng khoán. Ông suy đoán rằng

các sự kiện tin tức đại diện cho các cuộc khủng hoảng có nhiều khả năng ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán.

Định nghĩa một cuộc khủng hoảng là khoảng thời gian có từ năm tiêu đề lớn trở lên xảy ra trong khoảng thời gian bảy ngày, Niederhoffer đã tìm thấy mười một cuộc khủng hoảng trong khoảng thời gian mẫu nghiên cứu. Đó là sự khởi đầu của cuộc chiến tranh Triều Tiên năm 1950, việc Cộng sản chiếm được Seoul năm 1951, Hội nghị Quốc gia Dân chủ năm 1952, quân đội Nga đe dọa Hungary và Ba Lan năm 1956, cuộc khủng hoảng Suez năm 1956, Charles de Gaulle nhậm chức Thủ tướng Pháp năm 1958, sự tham gia của thủy quân lục chiến Hoa Kỳ vào Lebanon năm 1958, Thủ tướng Nga Nikita Khrushchev xuất hiện tại Liên Hợp Quốc năm 1959, căng thẳng Cuba năm 1960, phong tỏa vũ khí Cuba năm 1962 và vụ ám sát Tổng thống John Kennedy năm 1963. Trong những cuộc khủng hoảng này, 42% thay đổi giá hàng ngày là những thay đổi "lớn", so với 20% là các khoảng thời gian "bình thường".

Do đó, thời kỳ khủng hoảng, khả năng sẽ đi kèm với thay đổi giá cổ phiếu lớn nhưng không đáng kể.

Lưu ý rằng chỉ có mười một tuần "khủng hoảng" như vậy trong toàn bộ mẫu nghiên cứu kéo dài mười bảy năm của Niederhoffer. Rất ít trong số các biến động giá tổng thể trong thị trường chứng khoán cho thấy mối liên hệ có ý nghĩa với các tiêu đề.

Tin tức gán ghép

Người ta có thể nghi ngờ những câu chuyện trên báo đài xảy ra vào đúng những ngày có biến động giá lớn được trích dẫn như là nguyên nhân của những biến động đó nhưng thực chất không phải hoặc ít nhất là không hoàn toàn chịu trách nhiệm cho những biến động đó. Vào thứ Sáu, ngày 13 tháng 10 năm 1989, đợt sụp đổ thị trường chứng khoán xảy ra và được giới truyền thông xác định rõ ràng là phản ứng đối với một tin tức. Một thỏa thuận mua lại có đòn bẩy cho UAL Corporation, công ty mẹ của United Airlines, đã thất bại. Vụ sụp đổ, khiến chỉ số Dow giảm

6,91% trong ngày, đã bắt đầu chỉ vài phút sau thông báo này, do đó tạo ấn tượng ban đầu rằng rất có thể đó là nguyên nhân của vụ sụp đổ.

Vấn đề đầu tiên với cách giải thích này nằm ở chỗ UAL chỉ là một công ty, chiếm chưa tới 1% tổng giá trị của thị trường chứng khoán. Tại sao sự thất bại trong việc mua lại của UAL có tác động như vậy trên toàn bộ thị trường? Một cách giải thích vào thời điểm đó là sự thất bại của thỏa thuận được thị trường xem là sự kiện khơi nguồn, cho thấy nhiều vụ mua bán đang chờ xử lý tương tự khác cũng sẽ thất bại. Nhưng không có lập luận vững chắc nào được đưa ra để ủng hộ quan điểm này cả, thay vào đó, việc đặt tên cho nó là một sự kiện khơi nguồn dường như không có gì ngoài nỗ lực kiếm cớ biện minh cho phù hợp với thực tế thị trường.

Để cố gắng khám phá lý do của đợt sụp đổ thị trường ngày 13 tháng 10 năm 1989, nhà nghiên cứu khảo sát William Feelus và tôi đã thực hiện một cuộc khảo sát qua điện thoại thực hiện đối với 101 chuyên gia thị trường vào thứ Hai và thứ Ba sau vụ sụp đổ. Chúng tôi đã hỏi: "Bạn có nghe tin tức về UAL trước khi nghe về sự sụt giảm của thị trường vào chiều thứ Sáu không, hoặc bạn có nghe về tin tức UAL sau đó như là một lời giải thích cho sự sụt giảm của thị trường chứng khoán không?" Chỉ có 36% đáp viên cho biết họ đã nghe thấy tin tức trước khi vụ sụp đổ xảy ra; 53% nói rằng họ đã nghe về nó sau đó như là một lời giải thích cho sự sụt giảm; phần còn lại không chắc chắn thời điểm họ nghe về nó là khi nào. Do đó, có vẻ như câu chuyện tin tức có thể được gán ghép sau vụ sụp đổ, thay vì trực tiếp gây ra nó, và do đó, nó không quan trọng như các phương tiện truyền thông đề xuất.

Chúng tôi cũng yêu cầu các chuyên gia thị trường giải thích câu chuyện tin tức. Chúng tôi đã hỏi:

Phát biểu nào trong hai câu sau đây thể hiện quan điểm bạn nhiều hơn vào thứ Sáu tuần trước:

1. Tin tức UAL vào chiều thứ Sáu sẽ làm giảm các vụ thâu tóm trong tương lai, và vì vậy tin tức UAL là một lý do hợp lý khiến giá cổ phiếu giảm đột ngột.

2. Tin tức UAL vào chiều thứ Sáu nên được xem như một tiêu điểm hoặc mối thu hút sự chú ý, khiến các nhà đầu tư bày tỏ sự nghi ngờ về thị trường.

Trong số những người được hỏi, 30% chọn đáp án 1 và 50% chọn đáp án 2; phần còn lại không chắc chắn. Do đó, họ chủ yếu phản ứng với tin tức như là một cách giải thích hành vi của các nhà đầu tư. Có thể đúng khi nói rằng sự kiện tin tức này là yếu tố cơ bản cho sự sụp đổ của thị trường chứng khoán này, trong đó nó đại diện cho một "câu chuyện" củng cố phản hồi giá cổ phiếu đã giảm lại tiếp tục giảm, do vậy duy trì hiệu ứng phản hồi trong một thời gian dài hơn so với trường hợp không có câu chuyện. Tuy nhiên, đây không chắc là nguyên nhân của nó.

Sự vắng mặt của tin tức về những ngày thay đổi giá lớn

Chúng ta cũng có thể xem xét những ngày có biến động giá lớn bất thường và thắc mắc liệu có những mục tin tức đặc biệt quan trọng trong những ngày đó. Theo sau nghiên cứu của Niederhoffer, vào năm 1989, David Cutler, James Poterba và Lawrence Summers đã biên soạn một danh sách năm mươi biến động thị trường chứng khoán lớn nhất của Mỹ, được đo bằng chỉ số S&P, kể từ Thế chiến thứ II, và cho mỗi chuyển động, họ đã lập bảng kê các giải thích được cung cấp bởi các phương tiện truyền thông. Hầu hết các giải thích như tên gọi không tương ứng với bất kỳ tin tức bất thường nào, và một vài trong số chúng không thể được coi là tin tức nghiêm trọng. Ví dụ, những lý do được đưa ra cho biến động giá lớn bao gồm những tuyên bố tương đối vô hại như "Tổng thống Eisenhower thúc giục niềm tin vào nền kinh tế", "phản ứng chiến thắng của Truman trước Dewey", và "mua thay thế (*replacement buying*) sau sụp đổ trước đó".

> Ngày 02/11/1948 đã trở thành ngày bất ngờ nhất trong lịch sử bầu cử Tổng thống Mỹ, khi ứng viên Đảng Dân chủ, Tổng thống đương nhiệm Harry S. Truman, đánh bại đối thủ Đảng Cộng hòa, Thống đốc bang New York Thomas E. Dewey, với chỉ hơn hai triệu phiếu bầu phổ thông – chú thích của người dịch.
>
> Nguồn: History.com

Một số người sẽ lập luận rằng có lẽ chúng ta không nên mong đợi thấy được tin tức nào đó quá nổi bật vào những ngày có thay đổi giá lớn, ngay cả khi thị trường đang vận hành hoàn hảo. Thay đổi giá trong một thị trường được gọi là hiệu quả (*efficient market*) xảy ra ngay khi thông tin được tiết lộ cho công chúng mà chưa cần đến phương tiện truyền thông vào cuộc. (Đây là một chủ đề mà tôi trở lại trong Chương 11). Vì vậy, theo dòng lý luận này, không có gì đáng ngạc nhiên khi chúng ta thường không tìm thấy thông tin mới trên báo vào ngày thay đổi giá: thông tin trước đó, xuất hiện trước người quan sát tình cờ như những thông tin vô hại và bâng quơ, đã được các nhà đầu tư có nhận thức diễn dịch là có ý nghĩa đối với những yếu tố cơ bản quyết định giá cổ phiếu.

Một lập luận khác được đưa ra để giải thích tại sao những ngày có giá cổ phiếu biến động lớn bất thường thường không trùng với tin tức quan trọng là sự giao thoa của các yếu tố có thể gây ra thay đổi đáng kể trên thị trường, ngay cả khi từng yếu tố riêng lẻ không đủ để tạo thành một tin tức đáng đăng báo. Ví dụ, giả sử một số nhà đầu tư sử dụng một mô hình thống kê nào đó để dự báo giá trị cơ bản dựa vào một số chỉ báo kinh tế. Nếu tất cả hoặc hầu hết các chỉ số cụ thể này cùng chỉ về một hướng vào một ngày nhất định, ngay cả khi không có một yếu tố nào trong số chúng có tầm quan trọng thực sự, thì hiệu ứng kết hợp của chúng sẽ rất đáng chú ý.

Cả hai cách giải thích về mối quan hệ mong manh giữa tin tức và diễn biến thị trường dựa trên một giả định rằng công chúng đang liên tục

chú ý đến tin tức đến mức phản ứng rất nhạy với những manh mối nhỏ nhất về các thông tin thị trường, liên tục và cẩn thận thu nhặt và gắn kết các mảnh thông tin rời rạc lại với nhau. Nhưng sự chú ý của công chúng thực tế không vận hành như thế. Sự chú ý của chúng ta là viển vông và thất thường hơn nhiều. Thay vào đó, tin tức thường hoạt động với vai trò khởi phát cho một chuỗi các sự kiện làm thay đổi cơ bản suy nghĩ của cộng đồng về thị trường.

Tin tức với tư cách là yếu tố xúc tác của các dòng thác chú ý

Vai trò của các sự kiện tin tức trong việc ảnh hưởng đến thị trường dường như thường bị trì hoãn và có tác dụng tạo đà chuyển động cho một chuỗi các sự chú ý của công chúng. Những sự chú ý này có thể là hình ảnh hoặc câu chuyện, hoặc sự thật có thể đã được mọi người biết đến. Các thông tin trước đây có thể đã bị bỏ qua hoặc đánh giá là không quan trọng, nhưng chúng có thể đột ngột trở nên nổi bật nhờ sự xuất hiện của các tin tức đáng chú ý. Các chuỗi chú ý này có thể được gọi là các dòng thác vì một tâm điểm của chú ý dẫn đến sự chú ý vào một điều khác, và sau đó là một điều khác nữa.

Vào 5:46 sáng của thứ Ba, ngày 17 tháng 1 năm 1995, một trận động đất mạnh 7,2 độ richter xảy ra ở Kobe, Nhật Bản. Đó là trận động đất tồi tệ nhất tấn công đô thị Nhật Bản kể từ năm 1923. Phản ứng của thị trường chứng khoán thế giới đối với sự kiện này cung cấp cho ta một tình huống phân tích thú vị, vì trong trường hợp này chúng ta biết rằng sự kiện xúc tác của trận động đất thực sự là yếu tố ngoại sinh và nó hoàn toàn không được tạo ra bởi hoạt động của con người hoặc điều kiện kinh doanh, không phải là một phản ứng với gợi ý tinh tế về thay đổi kinh tế, cũng không phải là kết quả của sự giao thoa các giá trị bất thường của các chỉ báo kinh tế thông thường. Trong danh sách giải thích truyền thông của nhóm ba nhà kinh tế Cutler-Poterba-Summers cho năm mươi dịch chuyển lớn nhất của chỉ số S&P thời hậu chiến ở Hoa Kỳ, như đã thảo luận trước đó, không hề có một lời giải thích đề cập đến nguyên nhân đáng kể hoàn toàn là ngoại sinh đối với nền kinh tế.

Trận động đất đã cướp đi 6.425 sinh mạng. Theo ước tính của Trung tâm cải tạo công nghiệp Kansai, tổng thiệt hại do trận động đất gây ra là khoảng 100 tỷ đô la. Phản ứng trên thị trường tài chính rất mạnh, nhưng bị trì hoãn. Thị trường chứng khoán Tokyo chỉ giảm nhẹ trong ngày hôm đó và giá của các công ty liên quan đến xây dựng nói chung là tăng, phản ánh nhu cầu đang tăng đối với các sản phẩm và dịch vụ của họ. Các nhà phân tích báo cáo rằng các tác động có thể xảy ra của trận động đất lên giá trị doanh nghiệp vẫn còn mơ hồ, vì làn sóng tái xây dựng sau trận động đất có thể kích thích nền kinh tế Nhật Bản.

Phản ứng lớn nhất đối với trận động đất đã phải đợi đến một tuần sau đó mới xảy ra. Vào ngày 23 tháng 1, chỉ số Nikkei của Nhật Bản giảm 5,6% mà không có tin tức rõ ràng nào ngoại trừ việc một số bài báo về thiệt hại do động đất dần tăng lên. Trong mười ngày sau trận động đất, Nikkei đã mất hơn 8% giá trị. Nếu chỉ xem đây là kết quả trực tiếp của thiệt hại do động đất, thì việc mất giá trị sẽ là phản ứng thái quá.

Điều gì đã xảy ra trong tâm trí của các nhà đầu tư trong mười ngày sau trận động đất? Tất nhiên, không có cách vững chắc nào để tìm hiểu điều này. Chúng ta chỉ biết rằng trong giai đoạn này, trận động đất Kobe đã thống trị tin tức, tạo ra những hình ảnh mới và khác biệt về Nhật Bản, và có thể đã dẫn đến những ấn tượng rất khác nhau về nền kinh tế Nhật Bản. Hơn nữa, trận động đất đã gây ra các cuộc thảo luận về nguy cơ của một trận động đất ở trung tâm Tokyo. Mặc dù thực tế bằng chứng địa chất cho thấy Tokyo có nguy cơ xảy ra trận động đất lớn đã được biết đến từ lâu, sự chú ý lớn hơn bấy giờ đang tập trung vào vấn đề tiềm tàng này. Thiệt hại mà một trận động đất có mức độ nghiêm trọng tương đương trận động đất năm 1923 có thể gây ra cho Tokyo thời hiện đại đã được đưa ra ở mức 1,25 nghìn tỷ đô la bởi Tokai Research and Consulting, Inc.

Thậm chí khó hiểu hơn ảnh hưởng trực tiếp của trận động đất Kobe trên thị trường nội địa Nhật Bản là ảnh hưởng của nó đến thị trường chứng khoán nước ngoài. Vào ngày Nikkei giảm 5,6%, chỉ số FTSE 100 ở London giảm 1,4%, CAC-40 tại Paris giảm 2,2% và DAX ở Đức giảm

1,4%. Cả thị trường chứng khoán Brazil và Argentina đều giảm khoảng 3%. Những quốc gia khác không bị động đất ảnh hưởng cũng bị tổn thương trong dịp này.

Lời giải thích tốt nhất về ảnh hưởng của trận động đất Kobe trên thị trường chứng khoán thế giới là tin tức về trận động đất và sự sụt giảm thị trường chứng khoán đi kèm, thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư, gây ra một dòng thác chú ý khiến mọi người lưu tâm đến các yếu tố bi quan hơn.

Một phản ứng khác của thị trường đối với tin tức cho thấy, thông qua một dòng thác chú ý, cách thức sự tập trung của truyền thông có thể khiến nhiều nhà đầu tư dần xem trọng các thông tin vốn thường được xem là vớ vẩn và không liên quan. Một chuỗi các câu chuyện tin tức về Joseph Granville, một nhà dự báo thị trường đầy nhiệt tâm, dường như đã gây ra một vài biến động lớn của thị trường. Nội dung đáng kể duy nhất của những câu chuyện truyền thông này là Granville đã nói với khách hàng của mình mua hoặc bán, và bản thân Granville là người có tầm ảnh hưởng.

Hành vi của Granville có thể dễ dàng thu hút sự chú ý của công chúng. Các hội thảo đầu tư của ông là những tác phẩm kỳ quặc, đôi khi có một con tinh tinh được huấn luyện chơi bài hát chủ đề Granville, bài "The Bagholder's Blues" bằng đàn piano. Có lần ông xuất hiện tại một hội thảo đầu tư với tư cách là Moses, đeo vương miện và tay cầm phiến đá. Granville đưa ra tuyên bố ngông cuồng cho khả năng dự báo của mình. Ông nói rằng ông có thể dự báo động đất và từng tuyên bố đã dự đoán sáu trong số bảy trận động đất lớn trên thế giới vừa qua. Ông được tạp chí Time dẫn lời, nói rằng "Tôi không nghĩ rằng mình sẽ phạm sai lầm nghiêm trọng trên thị trường chứng khoán trong suốt phần đời còn lại của mình", và ông dự đoán rằng ông sẽ giành giải thưởng Nobel về kinh tế.

Hồi đầu tiên của Granville diễn ra vào thứ Ba, ngày 22 tháng 4 năm 1980. Với tin tức rằng ông đã thay đổi khuyến nghị của mình từ bán Short sang mua Long, chỉ số Dow tăng lên 30,72 điểm, tương đương 4,05%. Đây là mức tăng lớn nhất của chỉ số Dow kể từ ngày 1 tháng 1 năm

1978, một năm rưỡi trước đó. Hồi thứ hai xảy ra vào ngày 6 tháng 1 năm 1981, sau khi dịch vụ nhà đầu tư của Granville thay đổi đề xuất từ mua Long sang bán Short. Chỉ số Dow đã giảm mạnh nhất kể từ ngày 9 tháng 10 năm 1979, hơn một năm trước đó. Không có tin tức nào khác trong những dịp này dường như có thể chịu trách nhiệm cho sự thay đổi của thị trường, và trong lần thứ hai, cả Wall Street Journal và Barron's đều gán sự sụt giảm cho khuyến nghị của Granville.

Liệu chúng ta có thể chắc chắn rằng báo cáo truyền thông về Granville và điều được cho là khả năng tiên tri của ông ta đã gây ra những thay đổi này không? Nhiều người tự hỏi phải chăng hiệu ứng Granville chỉ là sự trùng hợp ngẫu nhiên mà các phương tiện truyền thông đã phóng đại. Chúng ta có thể chắc chắn rằng một chuỗi các câu chuyện tin tức về lời tiên tri của Granville, với tiềm năng truyền miệng đáng kể của chúng, đã có tác động tích lũy đối với sự chú ý tầm cỡ quốc gia, và phản ứng của công chúng đối với các phát ngôn của ông và đối với sự suy giảm của thị trường vào thời điểm ông ta thông báo đã được thay đổi về cơ bản bởi dòng thác chú ý này.

Tin tức trong giai đoạn sụp đổ thị trường năm 1929

Vai trò của các phương tiện truyền thông trong việc gây ra sự sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1929 đã được tranh luận gần như ngay từ khi vụ sụp đổ xảy ra. Trên thực tế, câu đố mà các nhà sử học và các nhà kinh tế đối mặt, theo một số lời giải thích, là ngay trước vụ sụp đổ, không hề có tin tức quan trọng nào cả. Tuy nhiên, kể từ đó, mọi người đã tự hỏi làm thế nào vụ sụp đổ thị trường chứng khoán kỷ lục này có thể diễn ra mà không có tin tức nào. Điều gì là mối quan tâm chung trong tâm trí của người bán đã khiến rất nhiều người trong số họ cố gắng bán vào cùng một thời điểm?

Vào thứ Hai, ngày 28 tháng 10 năm 1929, vụ sụp đổ thị trường chứng khoán là sự sụt giảm trong ngày lớn nhất (tính bằng chênh lệch giữa giá đóng cửa của ngày giao dịch trước đó và giá đóng cửa trong ngày) trong

chỉ số Dow tính từ vụ sụp đổ ngày 19 tháng 10 năm 1987. Vào ngày 28 tháng 10 năm 1929, chỉ số Dow giảm 12,8% trong một ngày (13,01% nếu đo chênh lệch mức cao và mức thấp trong ngày hôm đó). Sự sụt giảm lớn thứ hai trong lịch sử (tính từ năm 1987) xảy ra vào ngày hôm sau, khi chỉ số Dow giảm 11,7% (15,9% nếu đo chênh lệch mức cao và mức thấp trong ngày hôm đó). Mức giảm giá đóng cửa hai ngày liên tiếp vào năm 1929 là 23,1%. Những tin tức nào đã nảy sinh có thể giải thích hợp lý cho sự sụt giảm lớn của thị trường chứng khoán như vậy?

Khi đọc các tờ báo lớn vào cuối tuần đó và vào sáng thứ Ba, ngày 29 tháng 10, người ta dễ dàng đưa ra kết luận rằng không có bất kỳ hậu quả nào từ các yếu tố cơ bản của thị trường xảy ra. Thật vậy, đó là kết luận được báo cáo trên các tờ báo. Vào sáng ngày 29 tháng 10, các tờ báo trên khắp đất nước đã đăng tải một câu chuyện của Associated Press, có phần "Trong sự thiếu vắng tin tức bất lợi vào cuối tuần qua, và trước những bình luận lạc quan về kinh doanh sắp tới từ Tổng thống Hoover, các giám đốc điều hành và lãnh đạo ngân hàng, lời giải thích duy nhất về sự suy giảm ngày hôm nay của Phố Wall là việc kiểm tra cẩn thận các tài khoản vào cuối tuần đã tiết lộ nhiều điểm yếu, nhưng bị bỏ qua trong các phiên họp bận rộn của tuần trước." Tờ New York Times chỉ có thể gán vụ sụp đổ với "một sự mất niềm tin chung". Tờ Wall Street Journal đã báo cáo rằng "hoạt động kinh doanh nói chung không có dấu hiệu tan rã" và sự sụt giảm đó là do "sự thanh khoản cần thiết của các tài khoản bị suy yếu".

Còn gì khác trên báo đài vào những ngày đó không? Vào sáng thứ Hai, có tin rằng Ủy ban Thương mại Liên bang sẽ tiến hành kế hoạch thu hồi một số thu nhập đường sắt thặng dư. Có một báo cáo thuận lợi về thu nhập của công ty Thép Hoa Kỳ. Thông tin mới được báo cáo về việc Hiệp hội các nhà sản xuất Connecticut đã thành công trong việc đưa vào một điều khoản dự luật thuế quan ủng hộ Connecticut. Mussolini đã có một bài phát biểu nói rằng "những người đàn ông và các tổ chức phát xít có thể đối mặt với bất kỳ khủng hoảng nào, ngay cả khi nó xảy ra bất ngờ." Một ứng cử viên cho ghế Thủ tướng Pháp, Edouard Daladier, đã tuyên

bố bộ trưởng ngoại giao cho nội các tương lai của mình. Một chiếc máy bay của Anh bị mất tích trên biển với bảy người bên trong. Tàu sân bay của Đức Graf Zeppelin trong kế hoạch cho chuyến đi khám phá Bắc Cực. Richard Byrd và phi hành đoàn đang tiến về Nam Cực. Sau ngày Thứ hai đen tối, vào sáng sớm thứ Ba, tức ngày thứ hai của vụ sụp đổ, báo chí đưa tin các nhà tài phiệt nổi tiếng đã khẳng định các hỗ trợ ngân hàng lớn sẽ đổ vào thị trường ngày hôm đó, để tìm kiếm các món hời. Nếu đây là tin tức quan trọng, người ta sẽ nghĩ đó là tin tốt. Một tin tức khác vào sáng thứ Ba là hai thượng nghị sĩ đã kêu gọi Tổng thống Hoover tuyên bố quan điểm của mình đối với thuế cho các sản phẩm nông nghiệp và công nghiệp, rằng Thượng nghị sĩ Hiram Bingham đã phàn nàn rằng các cuộc điều tra hành lang đã đối xử không công bằng với ông. Một nam bá tước và nữ bá tước Hungary đã được quyền nhập cư. Một chiếc máy bay khác đã biến mất cùng năm hành khách. Tất cả những câu chuyện này nghe rất điển hình. Nếu thực sự có một lý do chính đáng cho sự sụt giảm của thị trường, thì chắc chắn đã có một cái gì đó xảy ra vào thời điểm mà mọi người biết đến. Và người ta sẽ nghĩ rằng những mối quan tâm như vậy sẽ biến nó thành tin tức dưới một hình thức nào đó. Có lẽ chúng ta phải đọc các nghiên cứu cẩn thận hơn. Tác giả Jude Wanniski, thực sự đã tuyên bố rằng có một câu chuyện trên tờ Thời báo New York vào sáng thứ Hai, ngày 28 tháng 10 năm 1929, có thể được xem là chịu trách nhiệm cho sự sụt giảm này. Câu chuyện trên trang nhất này là một báo cáo lạc quan về khả năng thông qua thuế quan Smoot-Hawley, khi đó vẫn còn trong ủy ban. Câu chuyện đã được Associated Press và United News chọn đăng vào ngày hôm sau và được phát hành trên trang nhất toàn quốc vào thứ Ba ngày 29 tháng 10.

Một số người đã lập luận rằng đạo luật thuế quan Smoot-Hawley có thể sẽ làm tổn hại đến triển vọng lợi nhuận của các công ty Hoa Kỳ. Điều này có vẻ khó hiểu: ta có thể nghĩ rằng nó thường có lợi cho các tập đoàn, vì rất nhiều người trong số họ tích cực yêu cầu thuế quan.

Mỹ ban hành luật thuế quan Smoot-Hawley (1930), tăng thuế nhập khẩu đối với gần 900 mặt hàng nhập khẩu từ khoảng 15%-25% lên hơn 40%, đồng thời tăng thuế đánh vào hơn 20.000 sản phẩm từ đường và trứng tới kẹp quần áo và thùng hình ống – chú thích của người dịch.

Nguồn: Tapchitaichinh

Nhưng các nhà sử học đã tranh luận về vụ sụp đổ năm 1929 rằng thuế quan có thể được dự kiến sẽ có tác động ngược lại, do sự trả đũa từ các quốc gia khác. Trên thực tế, nhà kinh tế Allan Meltzer cho rằng thuế quan có thể là lý do "khiến cuộc suy thoái kinh tế năm 1929 không đi theo con đường của các cơn thắt chặt tiền tệ trước đó mà trở thành cuộc Đại khủng hoảng". Tuy nhiên, các nhà kinh tế khác, bao gồm Rudiger Dornbusch và Stanley Fischer, chỉ ra rằng xuất khẩu chỉ chiếm 7% tổng sản phẩm quốc dân (GNP) vào năm 1929 và từ năm 1929 đến năm 1931, nó chỉ giảm 1,5% so với GNP của năm 1929. Điều này hầu như không giống nguyên nhân của cuộc Đại khủng hoảng. Hơn nữa, họ chỉ ra rằng luật thuế quan Smoot-Hawley chịu trách nhiệm cho sự sụt giảm trong xuất khẩu là không rõ ràng. Bản thân cuộc khủng hoảng có thể phải chịu trách nhiệm một phần nào đó cho sự suy giảm vừa nêu. Dornbusch và Fischer đã chỉ ra rằng luật thuế quan Fordney-McCumber vào năm 1922 đã tăng thuế suất nhiều như Smoot-Hawley, và dĩ nhiên không có cuộc suy thoái nào đi sau thuế Fordney-McCumber cả.

Ngay cả khi chúng ta cho phép khả năng thông qua luật thuế quan Smoot-Hawley đủ quan trọng để giải thích cho sự suy giảm giá trị cổ phiếu ở mức độ này, người ta vẫn phải hỏi liệu có tin tức nào vào cuối tuần sẽ thay đổi đáng kể ước tính của một người về khả năng thuế quan sẽ được thông qua hay không. Nội dung câu chuyện trên Thời báo New York là gì? Vào thứ Bảy, ngày 26 tháng 10, Thượng nghị sĩ David Reed tuyên bố rằng dự luật thuế quan Smoot-Hawley đã "chết" trong cuộc họp ủy ban.

Điều này đã kích thích sự phủ nhận của Thượng nghị sĩ Reed Smoot và William Borah. The Times dẫn lời Thượng nghị sĩ Smoot cho biết, "Nếu đó là ý kiến của Thượng nghị sĩ Reed, tôi cho rằng ông có quyền bày tỏ. Nhưng đó không phải là quan điểm của Ủy ban Tài chính." Thượng nghị sĩ Borah nói, "Ý kiến của tôi là dự luật thuế quan sẽ không chết." Sáng hôm sau, 29 tháng 10, tờ Times đưa tin Thượng nghị sĩ Reed đã nhắc lại niềm tin của mình rằng dự luật đã chết và tiếp tục trích dẫn các ý kiến khác về cả hai mặt của vấn đề. Mặc dù câu chuyện gốc của Times có vẻ mang tính lạc quan cho dự luật, phiên bản United News được xuất bản vào ngày 29 tháng 10 cho thấy một góc nhìn bi quan hơn. Tờ Atlanta Constitution, khi đăng câu chuyện vào ngày 29 tháng 10, đã mang tiêu đề "Thượng viện từ bỏ hy vọng ban hành Dự luật thuế quan mới".

Tuy nhiên, thật khó để đưa sự bất đồng quan điểm giữa các thượng nghị sĩ, rất điển hình cho sự tranh luận chính trị, lên mức tin tức quan trọng. Các loại báo cáo tương tự đã được đưa ra cùng với hóa đơn thuế quan. Một tuần trước đó, vào ngày 21 tháng 10, tờ Times đã trích dẫn Thượng nghị sĩ James Watson, lãnh đạo đảng Cộng hòa của Thượng viện, đưa ra quan điểm rằng Thượng viện sẽ thông qua dự luật trong vòng một tháng nữa. Vào ngày 13 tháng 10, Thượng nghị sĩ Smoot được báo cáo khi nói với Tổng thống Hoover rằng có khả năng dự luật sẽ được thông qua vào ngày 20 tháng 11. Tin tức lạc quan và bi quan khác về dự luật thuế quan đã được đưa ra kể từ cuộc bầu cử Hoover.

Quan trọng hơn nhiều so với tin tức về các yếu tố cơ bản trong số báo vào thứ Hai, ngày 28 tháng 10 năm 1929, là manh mối cho thấy tầm quan trọng của tâm trí mọi người đối với các sự kiện chỉ diễn ra vài ngày trước khi sàn giao dịch chứng khoán giảm giá kỷ lục. Đó là ngày Thứ Năm Đen Tối, ngày 24 tháng 10 năm 1929, khi chỉ số Dow giảm 12,9% trong ngày nhưng đã phục hồi đáng kể trước khi kết thúc phiên giao dịch, do đó mức trung bình đóng cửa chỉ giảm 2,1% so với mức đóng cửa trước đó. Sự kiện này không còn là tin tức nữa, nhưng ký ức về cảm xúc mà nó đã gây ra là một phần của bầu không khí vào thứ Hai. Thời báo New York lưu ý

trong ấn bản sáng thứ Hai rằng Phố Wall, "bình thường vắng vẻ và yên tĩnh vào Chủ nhật như là một nghĩa địa, trở nên ồn ào với các hoạt động khi các chủ ngân hàng và các nhà môi giới cố gắng sắp xếp lại nhà của họ sau tuần lễ vất vả nhất trong lịch sử... Tiếng chuông vang lên lúc 10 giờ sáng nay để nối lại giao dịch, hầu hết các công ty sẽ theo kịp công việc của họ và sẵn sàng cho những gì có thể xảy ra." Bầu không khí của ngày Chủ nhật trên Phố Wall được mô tả như sau: "Người qua đường rảo bước từ phố này sang phố khác, tò mò nhìn vào Tòa nhà giao dịch chứng khoán và các văn phòng ngân hàng Morgan trên đường đi, trung tâm của những sự kiện tài chính kịch tính tuần trước. Đây đó một người quan sát nhặt dưới đường lên một đoạn băng giấy điện báo vô hồn, cứ như du khách thu giữ những viên đạn trên chiến trường làm kỷ niệm. Những chuyến xe tham quan đã tổ chức những chuyến đi đặc biệt qua khu vực này".

Thật vậy, vào buổi sáng thứ hai của cuộc khủng hoảng, Wall Street Journal đã cảm thấy thấy phù hợp để chạy một bài xã luận trên trang nhất với tiêu đề "mọi người ở các vị trí có trách nhiệm nói rằng điều kiện kinh doanh đang ổn." Ắt hẳn các biên tập viên của Journal phải có lý do để nghi ngờ rằng sự trấn an là cần thiết nếu thị trường vẫn ổn định. Có lẽ họ đã nghe lỏm được những đoạn hội thoại đang râm ran khắp nơi, hoặc ít nhất có thể đoán được mọi người phản ứng như thế nào sau cuối tuần, khi đã trải qua một ngày thứ năm thê lương.

Vì vậy, có lẽ những gì đã xảy ra vào thứ Hai, ngày 28 tháng 10 năm 1929 chỉ là một tiếng vang của những gì đã xảy ra trong tuần trước dù có hơi quá cường điệu. Các phương tiện truyền thông đã nói gì về điều này? Một lần nữa, các tờ báo dường như nghĩ rằng không có tin tức nào quan trọng. Tờ Chicago Tribune đã viết, vào Chủ nhật, ngày 27 tháng 10 năm 1929, "Đây là sự sụp đổ của một bong bóng đầu cơ bị thổi căng, với rất ít hoặc không có nguyên nhân nào trong tình hình chung của đất nước. Một cấu trúc có phần đầu quá nặng đã sụp đổ do trọng lượng của chính nó mà không có trận động đất nào xảy ra." Thời báo New York nói rằng, "Vụ sụp đổ thị trường là do kỹ thuật thay vì những yếu tố cơ bản."

Cuộc khảo sát Guaranty được công bố bởi Công ty Guaranty Trust, nhận xét rằng, "làn sóng bán ra trong vài tuần qua sẽ là một lỗi cơ bản (*hay fundamental error là xu hướng mọi người nhấn mạnh quá mức các giải thích dựa trên tính cách hoặc đặc tính cố hữu ở người khác, mà không chú trọng vào tình huống - chú thích của người dịch*), do những phát triển bất lợi của phản ứng quan trọng trong tình hình kinh doanh nói chung".

Chúng ta hãy quay ngược thời gian và xem xét tin tức vào sáng thứ Năm Đen Tối, ngày 24 tháng 10 năm 1929. Một lần nữa, tin tức dường như không có gì nổi bật cho lắm. Tổng thống Hoover đã công bố kế hoạch phát triển đường thủy nội địa. Thu nhập của Atlantic Refinings trong năm được báo cáo là cao nhất từ trước đến nay. Chủ tịch của một công ty đường đã nói với một ủy ban Thượng viện điều tra về vận động hành lang ngành đường mía đã dùng 75.000 đô la để vận động hành lang cho việc giảm thuế lên đường từ tháng 12. Các nhà đàm phán đã báo cáo thất bại trong nỗ lực thành lập Ngân hàng Thanh toán Quốc tế. Một báo cáo của Quỹ Carnegie đã giải quyết việc trợ cấp cho các vận động viên đại học. Ủy ban America's Cup đã công bố các quy tắc cho cuộc đua du thuyền tiếp theo. Một phi công nghiệp dư cố gắng bay một mình qua Đại Tây Dương đã mất tích. Tổng thống Hoover đã có một chuyến đi bằng thuyền trên sông đẹp như tranh vẽ xuôi dòng Ohio.

Trên mặt báo dường như không có điều nào gợi ý về triển vọng của thị trường chứng khoán. Nhưng chúng ta hãy nhìn ngược về trước một ngày. Có tin tức vào thứ Tư trước Thứ Năm Đen Tối về sự sụt giảm lớn của thị trường (chỉ số Dow đóng cửa vào Thứ Tư giảm 6,3% so với chỉ số đóng cửa ngày Thứ Ba) và tổng giao dịch lập kỷ lục cao thứ hai trong lịch sử. Chúng ta có nên tìm kiếm nguyên nhân trong bản tin ngày 23 tháng 10 năm 1929 không? Một lần nữa, không có tin tức quốc gia nào có ý nghĩa rõ ràng, nhưng một lần nữa lại có những đề cập đến những động thái thị trường trong quá khứ. Những câu chuyện tin tức cụ thể quan trọng nhất trên các tờ báo dường như có một điều nhất quán là chúng nói về những động thái trước đó của thị trường. Nội dung nổi bật nhất trong

các tin tức dường như là những diễn giải về lý do cho những động thái trước đó, thường là về mặt tâm lý của nhà đầu tư.

Không có cách nào để các sự kiện của sự sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1929 có thể được coi là phản ứng cho câu chuyện tin tức thực sự. Thay vào đó, chúng ta thấy một bong bóng âm tính, hoạt động thông qua các hiệu ứng phản hồi của thay đổi giá cả và một dòng thác chú ý, với một loạt các điều chỉnh lỗi công khai ngày một nhiều trên thị trường. Chuỗi sự kiện này dường như về cơ bản không khác biệt với những vụ sụp đổ thị trường khác, bao gồm cả vụ sụp đổ khét tiếng vào năm 1987, mà bây giờ chúng ta đã bắt đầu nói đến.

Tin tức trong vụ sụp đổ năm 1987

Khi thị trường chứng khoán sụp đổ vào ngày 19 tháng 10 năm 1987, thiết lập kỷ lục mới trong mức giảm trong một ngày, gần gấp đôi so với ngày 28 tháng 10 hoặc ngày 29 tháng 10 năm 1929 (cho đến ngày đó, đây là kỷ lục mức giảm trong ngày trong mọi thời đại). Tôi coi đó là cơ hội duy nhất để hỏi trực tiếp các nhà đầu tư những gì họ coi là tin tức quan trọng trong ngày lịch sử đó. Chúng tôi không còn cần phải dựa vào những lời diễn dịch của truyền thông gợi ý điều gì có thể đã diễn ra trong tâm trí các nhà đầu tư như những nhà nghiên cứu khủng hoảng năm 1929 đã từng làm nữa. Theo như tôi đã có thể xác định, không ai khác tận dụng cơ hội nghìn năm có một này. Kết quả bảng khảo sát của tôi lấy mẫu từ các nhà đầu tư tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân trong tuần xảy ra khủng hoảng là kết quả khảo sát duy nhất về suy nghĩ các nhà đầu vào ngày xảy ra vụ khủng hoảng được công bố.

Trong cuộc khảo sát năm 1987 của mình, tôi liệt kê tất cả các câu chuyện tin tức có vẻ liên quan đến các ý kiến thay đổi của thị trường, được xuất bản trong vài ngày trước vụ sụp đổ cho đến tin tức cuối xuất hiện trên báo vào buổi sáng của ngày sụp đổ. Tôi đã hỏi các nhà đầu tư:

Vui lòng cho chúng tôi biết tầm quan trọng của từng mục tin tức sau đây đối với cá nhân bạn vào ngày 19 tháng 10 năm 1987 trong đánh giá

của bạn về triển vọng thị trường chứng khoán. Vui lòng đánh giá chúng theo thang điểm từ 1 đến 7, với 1 chỉ ra rằng mục tin tức hoàn toàn không quan trọng, 4 chỉ ra rằng nó có tầm quan trọng vừa phải, 7 cho thấy nó rất quan trọng. Hãy cho biết bạn cảm thấy nó quan trọng thế nào vào thời điểm đó, không phải việc người khác nghĩ gì về tin tức đó.

Tôi đưa ra mười câu chuyện tin tức, và ở vị trí thứ mười một là khoảng trống ghi chữ "Khác" để đáp viên có thể viết thêm lựa chọn của họ.

Kết quả rất giống nhau giữa các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, cũng giữa những người thực sự đã mua hoặc bán vào ngày 19 tháng 10. Các đáp viên đánh giá mọi thứ là có liên quan. Họ nghĩ rằng hầu hết các câu chuyện tin tức được xếp hạng ít nhất là ở mức 4, nghĩa là chúng có tầm quan trọng vừa phải. Câu chuyện tin tức duy nhất có điểm trung bình dưới 3 là tín hiệu bán từ chuyên gia đầu tư Robert Prechter được đăng tin vào ngày 14 tháng 10. Ngay cả tin tức Hoa Kỳ tấn công trạm dầu của Iran, một cuộc giao tranh nhỏ được báo cáo vào ngày 19 tháng Mười, còn nhận được đánh giá trên mức 3.

Các đáp viên không cởi mở lắm trong phần "Khác". Họ có xu hướng đề cập đến các mối quan ngại, thay vì nêu lên những câu chuyện tin tức xuất hiện tại thời điểm vụ sụp đổ. Câu trả lời tự viết phổ biến nhất là mối quan ngại về việc mắc nợ quá nhiều, liên quan đến thâm hụt liên bang, nợ quốc gia hoặc thuế. Những phản hồi như thế được đưa ra bởi một phần ba các nhà đầu tư cá nhân và một phần năm của các nhà đầu tư tổ chức đã điền vào phần "Khác".

Nhưng điều đáng chú ý là câu chuyện được đánh giá có liên quan cao nhất trong những gì tôi liệt kê là câu chuyện về giá giảm trong quá khứ. Câu chuyện tin tức quan trọng nhất theo các đáp viên là sự sụt giảm 200 điểm của chỉ số Dow vào sáng ngày 19 tháng 10. Đó là câu chuyện tin tức có điểm số trung bình 6,54 đối với những nhà đầu tư cá nhân bán ra vào ngày 19 tháng 10 và 6,05 đối với những nhà đầu tư tổ chức bán ra vào ngày 19 tháng 10. Tin tức của tuần trước đó về kỷ lục sụt giảm thị trường chứng khoán (tính theo số điểm bị mất) được coi là câu chuyện quan trọng thứ hai.

Một trong những câu hỏi là yêu cầu đáp viên đưa ra hồi ức về diễn giải của họ cho sự sụt giảm vào ngày khủng hoảng: "Bạn có nhớ bất kỳ giả thuyết cụ thể nào mà bạn đưa ra cho nguyên nhân khiến giá giảm từ ngày 14 đến ngày 19 tháng 10 năm 1987 không?" Các đáp viên được chừa sẵn chỗ trống để viết câu trả lời của riêng họ, để tôi đọc và phân loại sau. Chủ đề phổ biến nhất trong câu trả lời vào năm 1987 cho câu hỏi mở này là thị trường đã được định giá quá cao trước khi sụp đổ. Định giá cao được 33,9% các nhà đầu tư cá nhân và 32,6% các nhà đầu tư tổ chức đề cập. Mặc dù đáp án này chiếm ít hơn một nửa số câu trả lời, nhưng đáng chú ý là rất nhiều người nghĩ đến yếu tố này và nêu nó lên trong phần câu hỏi mở. (Tôi cũng đã hỏi họ trực tiếp ở câu khác trong bảng hỏi, rằng liệu họ có nghĩ trước khi sụp đổ, thị trường đã được định giá quá cao, kết quả có 71,7% các nhà đầu tư cá nhân [91,0% trong số họ đã bán vào ngày 19 tháng10] và 84,3% các nhà đầu tư tổ chức [88,5% trong số họ đã bán vào ngày 19 tháng 10] đồng ý). Một chủ đề quan trọng khác trong phần trả lời cho câu hỏi mở là lệnh dừng lỗ của các nhà đầu tư tổ chức mà tôi nhận biết được qua sự hiện diện của các cụm từ như định chế tài chính bán ra (*institutional selling*), chương trình giao dịch, lệnh dừng lỗ hoặc giao dịch trên máy tính. Kết quả cho thấy 22,8% các nhà đầu tư cá nhân và 33,1% các nhà đầu tư tổ chức đã đề cập đến chủ đề này. Ngoài ra, còn có chủ đề phi lý trí của nhà đầu tư mà tôi xác định được thông qua các tuyên bố về tác động của việc các nhà đầu tư trở nên điên cuồng hoặc sự sụp đổ là do nhà đầu tư hoảng loạn hoặc thay đổi ý kiến thất thường. Kết quả cho thấy 25,4% các nhà đầu tư cá nhân và 24,4% các nhà đầu tư tổ chức đã đề cập chủ đề này. Không có chủ đề chính nào trong số này có liên quan đến các sự kiện tin tức chấn động ngoài bản thân vụ sụp đổ.

Ngay sau câu hỏi này trong bảng khảo sát tôi đã hỏi, "Điều nào sau đây mô tả đúng hơn về giả thuyết của bạn về sự sụt giảm: một giả thuyết về tâm lý nhà đầu tư [hay] một giả thuyết về các yếu tố cơ bản như lợi nhuận hoặc lãi suất?" Đa phần chọn lý thuyết về tâm lý nhà đầu tư, cụ thể có 67,5% các nhà đầu tư tổ chức và 64 % các nhà đầu tư cá nhân.

Do đó, dường như sự sụp đổ của thị trường chứng khoán thực sự có liên quan đến vòng phản hồi tâm lý từ giảm giá đến quyết định bán ra trong đám đông đầu tư nói chung và do đó tiếp tục đẩy giá giảm thêm, theo tiến trình của bong bóng âm tính, như đã thảo luận trong Chương 5. Vụ sụp đổ rõ ràng không liên quan đến bất kỳ câu chuyện tin tức nào khác ngoài chính bản thân vụ sụp đổ, ngoài giả thuyết về lý do bán của các nhà đầu tư khác và về tâm lý của họ.

Để đối phó với vụ sụp đổ thị trường chứng khoán, tổng thống Ronald Reagan đã thành lập một ủy ban nghiên cứu do cựu Bộ trưởng Tài chính Nicholas Brady đứng đầu. Ông yêu cầu ủy ban Brady điều tra nguyên nhân gây ra vụ sụp đổ và những gì nên làm để xử lý nó. Các chuyên gia đầu tư nói chung không thoải mái khi lên sóng để giải thích nguyên nhân của những sự kiện như vậy, và nhiều báo cáo về vụ sụp đổ có xu hướng xa rời khỏi nguyên nhân chung cuộc của nó. Nhưng các thành viên của ủy ban Brady đã theo lệnh của tổng thống Hoa Kỳ để đối mặt với vấn đề khó khăn này. Kết quả là chúng tôi đóng góp trong báo cáo của họ nỗ lực lớn duy nhất là thu thập tất cả các sự kiện có liên quan và giải thích vụ sụp đổ năm 1987. Họ đã viết trong bản tóm tắt giải thích cho vụ sụp đổ như sau:

Sự sụt giảm thị trường vào giữa tháng 10 được "châm ngòi" bởi các sự kiện đặc biệt: thâm hụt thương mại hàng hóa cao bất ngờ đã đẩy lãi suất lên mức cao mới, và đề xuất luật thuế dẫn đến sự sụp đổ cổ phiếu của một số doanh nghiệp. Sự suy giảm ban đầu này đã kích thích việc bán ra, bất chấp giá cả bởi một số tổ chức sử dụng chiến lược bảo hiểm danh mục đầu tư và một số ít các nhóm quỹ tương hỗ phản ứng với các khoản hoàn trả (redemption). Việc bán ra của các nhà đầu tư này và triển vọng bán thêm của họ, đã khuyến khích một số tổ chức có định hướng giao dịch tích cực bán ra trước khi thị trường tiếp tục giảm sâu hơn. Ngoài các quỹ phòng hộ, những tổ chức này bao gồm một số ít quỹ hưu trí và quỹ tài trợ, các công ty quản lý tiền và ngân hàng đầu tư. Các đợt bán kích thích phản ứng bán tiếp theo của các công ty bảo hiểm danh mục đầu tư và các quỹ tương hỗ.

- Bảo hiểm danh mục đầu tư là một kỹ thuật phòng ngừa rủi ro thường được sử dụng bởi các nhà đầu tư tổ chức khi xu hướng thị trường không chắc chắn hoặc biến động bất thường. Short hợp đồng tương lai của chỉ số có thể bù đắp cho sự suy giảm, nhưng nó cũng làm giảm lợi nhuận – chú thích của người dịch.

- Các khoản hoàn trả là khoản tiền trả cho chứng khoán có thu nhập cố định chẳng hạn như cổ phiếu ưu đãi hoặc trái phiếu ngay hoặc trước ngày đáo hạn của tài sản – chú thích của người dịch.

Nguồn: Investopedia

Kết luận này của ủy ban Brady nghe có vẻ rất giống với kết luận mà tôi đã rút ra từ nghiên cứu dựa trên khảo sát của chính mình về vụ sụp đổ. Thuật ngữ "bán bất chấp giá" có nghĩa là bán để đáp ứng với việc giảm giá nhưng không quan tâm đến mức giá thấp như thế nào. Ủy ban đã nói ở đây, nổi bật nhất là sự sụp đổ xảy ra do cái mà tôi gọi là vòng phản hồi, tức ảnh hưởng của sự giảm giá ban đầu khiến nhiều nhà đầu tư rời khỏi thị trường, từ đó tạo ra sự sụt giảm giá hơn nữa. Ủy ban Brady đã nói rằng, thực tế, vụ sụp đổ năm 1987 là một bong bóng âm tính.

Một điểm mạnh trong nghiên cứu của ủy ban Brady về vụ sụp đổ, cũng liên quan đến nghiên cứu của tôi là khả năng tiếp cận vô song với các tổ chức đầu tư lớn. Nghiên cứu của họ bổ sung cho nghiên cứu tôi trong việc đưa ra kết luận rằng một vòng phản hồi gây ảnh hưởng đến vụ sụp đổ. Tuy nhiên, kết luận của họ nghe hơi khác so với tôi ở chỗ nó nhấn mạnh tác động của nội dung các câu chuyện thời sự. Ngoài ra, họ cũng cho rằng phần lớn việc bán có tính "máy móc" (*mechanical*) hoặc "phản ứng" hơn là tâm lý hoặc theo số đông.

Dựa trên kết quả nghiên cứu của tôi, những câu chuyện tin tức mà Ủy ban Brady đề cập về thâm hụt thương mại hàng hóa và mức cao mới trong tỉ lệ lãi suất không thể được xem là trọng tâm đối với các nhà đầu

tư. Trong khảo sát của mình, tôi đã đưa những điều này vào danh sách các câu chuyện tin tức của mình và nhận được phản hồi khá lạnh nhạt từ các đáp viên (chủ yếu cho 4 điểm). Hơn nữa, nếu nhìn vào các đồ thị dài hạn của cả thâm hụt thương mại và lãi suất, rõ ràng là không có sự bùng nổ đột ngột để có thể được coi là nổi bật trong bối cảnh lịch sử. Hầu như không có gì xảy ra với thâm hụt thương mại hoặc lãi suất.

Luật thuế đề xuất mà Ủy ban Brady đề cập đã hoàn toàn thoát khỏi sự chú ý của tôi trong danh sách những câu chuyện tin tức quan trọng. Tin tức đã hé lộ vào ngày 14 tháng 10, năm ngày trước khi vụ sụp đổ xảy ra và dường như đó không phải là chủ đề bình luận công khai quan trọng trong những ngày dẫn đến vụ sụp đổ. Đại diện Dan Rostenkowski của Ủy ban Cách thức và Phương tiện (*Ủy ban viết thuế của Hạ viện Hoa Kỳ House Ways and Means Committee – chú thích của người dịch*) xem xét thay đổi thuế sẽ có tác dụng làm nản lòng các công ty tiếp quản (*corporate takeover*). Thay đổi các quy định về thuế trên thặng dư vốn đã khiến nhiều người giải thích về sự sụp đổ theo thực tế có tầm quan trọng cơ bản đối với giá cổ phiếu trong một thị trường hiệu quả.

Khi nghiên cứu về tầm quan trọng tiềm tàng của câu chuyện tin tức này, tôi đã xem lại bảng hỏi mà mình nhận được để xem có bao nhiêu đáp viên đã trả lời dưới đáp án "Khác". Không ai trong số 605 bảng trả lời của nhà đầu tư cá nhân và chỉ có 3 trong số 284 câu trả lời của các nhà đầu tư tổ chức đề cập đến vấn đề này. Rõ ràng, câu chuyện tin tức này không xứng đáng được nêu ra như một nguyên nhân chính của vụ sụp đổ.

Ủy ban Brady đặt khá nhiều áp lực lên một công cụ của các nhà đầu tư tổ chức có tên là "bảo hiểm danh mục đầu tư". Bảo hiểm danh mục đầu tư là một chiến lược nhằm hạn chế tổn thất do hai Giáo sư Hayne Leland và Mark Rubinstein tại Đại học California-Berkeley phát minh. Chiến lược này được họ giới thiệu thành công cho nhiều nhà đầu tư tổ chức trong những năm 1980. Bảo hiểm danh mục đầu tư thực sự là một cách hiểu sai; chiến lược này chỉ đơn thuần là kế hoạch bán cổ phiếu. Nó liên quan đến các mô hình toán học ấn tượng, nhưng thực tế không có gì

khác hơn là một thủ tục được chuẩn hóa để thoát khỏi thị trường bằng cách bán cổ phiếu khi chúng bắt đầu đi xuống. Bản thân Leland, trong bài viết kinh điển năm 1980 về bảo hiểm danh mục đầu tư, đã thừa nhận: "Một số 'quy tắc ngón tay cái' như 'chạy với cổ phiếu chiến thắng, cắt cổ phiếu thua lỗ' và 'bán ở mức cao mới, mua ở mức thấp mới' sẽ như là kim chỉ nam của các chiến lược giao dịch năng động tối ưu đối với một số loại nhà đầu tư nhất định". Vì vậy, bằng cách sử dụng bảo hiểm danh mục đầu tư, các nhà đầu tư chỉ làm những gì luôn diễn ra một cách tự nhiên, chỉ là với một chút chính xác toán học và lập kế hoạch cẩn thận. Nhưng với cái tên mới rất kêu là "bảo hiểm danh mục đầu tư", vốn gợi ý rằng chiến lược này là khôn ngoan và hợp lý, và hình ảnh công nghệ cao của nó, sự ra đời của chiến lược này rất có thể khiến nhiều nhà đầu tư trở nên phản ứng nhiều hơn với những thay đổi giá trong quá khứ.

Việc nhiều nhà đầu tư tổ chức áp dụng bảo hiểm danh mục đầu tư là một loại mốt nhất thời, tuy là mốt khá trí thức, nhưng vẫn chỉ là một mốt không hơn không kém. Vì nó có một tên khác biệt (thuật ngữ bảo hiểm danh mục đầu tư về cơ bản không được sử dụng trước năm 1980), ta có thể theo dõi quá trình của xu hướng thoáng qua của nhà đầu tư bằng cách đếm tần suất xuất hiện của từ này trên báo. Tôi đã tổng hợp số liệu như vậy trên ABI/INFORM, một cơ sở dữ liệu tổng hợp các tạp chí xuất bản định kỳ. Kết quả là không tìm thấy gì hơn ngoài một bài viết đề cập đến bảo hiểm danh mục đầu tư mỗi năm trong giai đoạn từ năm 1980 đến năm 1983, bốn bài viết trong năm 1984, sáu bài viết năm 1985, bốn mươi mốt bài viết năm 1986, và bảy mươi lăm bài viết năm 1987. Các tài liệu đề cập đến bảo hiểm danh mục đầu tư đã phát triển theo kiểu con đường tăng trưởng ổn định, đặc trưng cho các mô hình truyền miệng đơn giản, sẽ được thảo luận trong Chương 10.

Vì vậy, sự phát triển của bảo hiểm danh mục đầu tư đã thay đổi cách một số nhà đầu tư phản ứng với thay đổi giá trong quá khứ ngay trước khi sụp đổ năm 1987. Có lẽ có những thay đổi khác về bản chất của vòng phản hồi, bởi vì chúng không được lập trình cụ thể như bảo hiểm danh

mục đầu tư, chúng tôi không thể quan sát trực tiếp. Nhưng điểm quan trọng là bản chất của vòng phản hồi đã thay đổi, chứ không phải những câu chuyện thời sự xảy ra trong thời gian xảy ra vụ sụp đổ mới là nguyên nhân thiết yếu của vụ sụp đổ.

Phản hồi có thể được điều chỉnh bởi nhiều yếu tố và bản thân các phương tiện truyền thông chắc chắn có tác động đến nó. Tờ Wall Street Journal, vào buổi sáng của vụ sụp đổ năm 1987, đã cho đăng đồ thị biểu diễn chỉ số Dow trong những năm 1980 và ngay bên dưới nó là đồ thị biểu diễn chỉ số Dow trong những năm 1920 cho đến một tháng sau vụ sụp đổ 1929. Hai đồ thị được khớp tỉ lệ với nhau sao cho ngày hiện tại đóng hàng cùng với ngày xảy ra vụ sụp đổ năm 1929, và do đó đồ thị gợi ý rằng vụ sụp đổ năm 1929 có thể sắp lặp lại. Các nhà đầu tư có cơ hội nhìn thấy đồ thị này vào bữa sáng chỉ vài phút trước khi vụ sụp đổ năm 1987 thực sự bắt đầu. Wall Street Journal đã công khai đề xuất khả năng một vụ sụp đổ bắt đầu từ ngày hôm đó. Đúng vậy, đây không phải là một câu chuyện trên trang nhất và bản thân nó không có câu chuyện nào quyết định gây ra sự cố. Nhưng câu chuyện nhỏ này đi kèm biểu đồ, rồi xuất hiện vào buổi sáng của vụ sụp đổ, có lẽ đã giúp các nhà đầu tư lớn cảnh giác hơn với các đề xuất về một vụ sụp đổ.

Khi sự sụt giảm giá lớn sáng ngày 19 tháng 10 năm 1987 bắt đầu, nguyên mẫu vụ sụp đổ năm 1929 đã khuyến khích nhiều người đặt câu hỏi liệu "nó" có xảy ra một lần nữa hay không. "Nó" ở đây chính là trận Đại Suy thoái được minh họa trên tờ Journal chứ không phải đợt sụp đổ vào năm 1907, hay đợt gần như sụp đổ vào năm 1932, hay bất kỳ sự kiện nào trong vô số các sự kiện thị trường chứng khoán lịch sử khác mà sau đó gần như đã bị lãng quên hoàn toàn. Hình ảnh tinh thần về vụ sụp đổ lớn nhất trong lịch sử có thể xảy ra vào chính ngày có khả năng tăng cường phản hồi từ việc giảm giá ban đầu đến giảm giá sau đó. Hình ảnh cũng đưa ra gợi ý về việc thị trường sẽ giảm bao xa trước khi hồi phục, một yếu tố quan trọng trong việc xác định thị trường thực sự đã giảm bao xa. Trên thực tế, trong vụ sụp đổ ngày 19 tháng 10 năm 1987, trong một

ngày chỉ số Dow thực sự giảm gần như tương đương với ngày 28 và 29 tháng 10 năm 1929, cụ thể giảm 22,6% vào năm 1987 so với giảm 23,1% vào năm 1929. Sự sụt giảm gần như tương đương trong cả hai trường hợp có thể được coi là trùng hợp ngẫu nhiên, đặc biệt là từ vụ sụp đổ diễn ra trong hai ngày thay vì một vào năm 1987, và thậm chí rất ít nhà đầu tư vào năm 1987 biết chính xác thị trường đã giảm bao xa vào năm 1929. Tuy nhiên, nhiều người có ấn tượng sơ bộ về mức độ của sự sụt giảm năm 1929, và có rất ít thông tin cụ thể khác hiện hữu cho các nhà đầu tư vào ngày 19 tháng 10 năm 1987, để gợi ý khi nào thị trường nên ngừng giảm.

Phản hồi thay đổi xảy ra tại thời điểm của vụ sụp đổ năm 1987 nên được coi là một ví dụ về việc liên tục thay đổi phản hồi giá-tới-giá, vì giả thuyết và phương pháp của các nhà đầu tư thay đổi theo thời gian. Sẽ là một sai lầm khi mô tả các phản hồi thay đổi là kết quả của sự đổi mới công nghệ được đại diện bởi bảo hiểm danh mục đầu tư. Mặc dù sử dụng máy tính để thực hiện các chiến lược bảo hiểm danh mục đầu tư, con người vẫn quyết định triển khai công cụ này và là người quyết định nó sẽ có hiệu lực nhanh như thế nào trong một thị trường đang suy giảm. Và tất nhiên có nhiều người khác, nhận thức được có người đang sử dụng bảo hiểm danh mục đầu tư, do đó điều chỉnh các phản ứng không chính thức của họ với những thay đổi giá trong quá khứ tùy thuộc vào nhận thức của họ về việc sử dụng chiến lược của các nhà đầu tư khác. Bảo hiểm danh mục đầu tư chỉ được chúng ta quan tâm trong bối cảnh này bởi vì nó cho chúng ta thấy cụ thể cách suy nghĩ của mọi người có thể thay đổi theo thay đổi của phản hồi. Ở đây, phản hồi là sự thay đổi giá cổ phiếu ảnh hưởng đến thay đổi giá cổ phiếu nặng hơn, do đó tạo ra sự bất ổn về giá.

Văn hóa truyền thông toàn cầu

Chúng ta đã lưu ý trong Chương 1 rằng có một sự tương đồng đáng kinh ngạc trong hành vi của thị trường chứng khoán ở nhiều quốc gia, và trong Chương 3 cũng có sự tương đồng đáng chú ý trong hành vi của

thị trường nhà ở tại nhiều thành phố trên thế giới. Sự giống nhau này là một loại câu đố, vì các biến kinh tế thông thường không cho thấy các lý do mạnh mẽ cho sự giống nhau như vậy. Có vẻ không hợp lý khi sự giống nhau xảy ra trực tiếp là do kết quả của phản hồi chéo từ giá ở một quốc gia này đến giá ở một quốc gia khác. Hầu hết mọi người hiếm khi nhìn trực tiếp dữ liệu từ một quốc gia khác. Một trong những lý do cho sự tương đồng này phải là sự hiện diện của các phương tiện truyền thông, với tư cách là người ủng hộ văn hóa toàn cầu và là người ủng hộ văn hóa toàn cầu đầu cơ, lo lắng rằng giá nhất định sẽ tăng vọt hoặc sụp đổ.

Người dân ở Paris không xem truyền hình Anh và hiếm khi đọc báo Anh, còn người ở London không xem truyền hình Pháp và hiếm khi đọc báo Pháp. Tuy nhiên, những biên tập viên cho các phương tiện truyền thông này chắc chắn sẽ để mắt đến những câu chuyện của nước bạn. Đó là một trong những thủ thuật mà họ học khi làm việc. Tất nhiên, các phóng viên tin tức, đặc biệt là những tin tức nghiêm trọng, cảm thấy có nghĩa vụ phải đọc tin tức từ các quốc gia khác, để không bỏ lỡ một tin tức quan trọng nào. Nhưng ngoài điều này, các phóng viên rút kinh nghiệm rằng một cách tuyệt vời để tạo ra bản sao tốt là đu theo những thành công của người khác. Một chuỗi các câu chuyện trên các phương tiện truyền thông nước ngoài là dấu hiệu của một câu chuyện thành công và thành công như vậy có thể dễ dàng được sao chép ở quê nhà nếu câu chuyện được sao chép chỉ với một vài điều chỉnh, trong đó điều chỉnh cần khớp với thị hiếu và tạo gắn kết gần gũi.

Các nhà kinh tế hiếm khi nói về các phương tiện truyền thông như một nguyên tố dẫn đến sự tương đồng giữa các quốc gia. Kỳ vọng của cộng đồng đối với các nhà kinh tế là họ nên tính toán các tác động của những thứ như lãi suất và tỷ giá hối đoái, chứ không nên diễn giải những câu chuyện xuất hiện trên các tờ báo trên thế giới. Chúng ta đã lưu ý rằng công chúng nói chung không nghĩ rằng văn hóa và tâm lý là những ảnh hưởng quan trọng trên thị trường. Và vì vậy các nhà kinh tế, đặc biệt là các nhà kinh tế kinh doanh, những người chủ yếu phải trình bày phân

tích của họ cho công chúng rộng rãi hơn là cho các nhà kinh tế chuyên nghiệp khác, tự nhiên cảm thấy lợi ích của việc sống như kỳ vọng của công chúng. Các nhà kinh tế học hành vi, sau đó chỉ củng cố các ấn tượng của cộng đồng về các biến động của thị trường.

Một trong những lý do khiến thị trường chứng khoán Hoa Kỳ dường như có tác động không tương xứng đối với thị trường của các quốc gia khác là Hoa Kỳ sử dụng ngôn ngữ tiếng Anh, vốn nổi lên như một ngôn ngữ thế giới. Các phóng viên biết tiếng Anh sẽ dễ dàng phản ứng với các câu chuyện từ Hoa Kỳ hoặc Vương quốc Anh hơn là các câu chuyện từ Đức hoặc Brazil. Sản xuất những câu chuyện tin tức về doanh nghiệp với hạn chót sát sao, đòi hỏi hành động nhanh chóng. Rất nhiều phóng viên có khả năng chọn câu chuyện từ một quốc gia khác bằng tiếng Anh và xào nấu thành một câu chuyện địa phương. Đó là một chiến lược chắc chắn ăn khách. Mặc dù câu chuyện gốc bằng tiếng Anh, nhưng thực tế sẽ không có người xem hay độc giả nào biết rằng các phóng viên đã lấy câu chuyện từ nước ngoài. Nhưng nếu tin tức đến từ quốc gia có ngôn ngữ ít phổ biến sẽ kéo theo một thách thức đáng kể cho hầu hết các phóng viên.

Một trong những lý do khiến một sự bùng nổ nhà ở tại Boston vào giữa những năm 1980 đã lan đến London và sau đó đến Paris và sau đó đến Sydney (như Hình 3.3 cho thấy) là câu chuyện xuất hiện trong các đợt bùng nổ trước đó đã được thử nghiệm ở các nước đầu tiên trải qua sự bùng nổ và rồi được sao chép ở các quốc gia khác. Câu chuyện không lan đến Berlin hay Tokyo, có lẽ vì câu chuyện không có cùng uy tín ở những quốc gia này, họ đã trải qua một số lần tự vấn về điểm yếu của nền kinh tế của họ. Câu chuyện liên quan đến bùng nổ nhà ở là một trong những thành công kinh tế ngoạn mục và loại câu chuyện đó không phân tán khắp nơi. Theo bản năng, các chuyên gia truyền thông biết được khi nào một câu chuyện đã chín muồi để sao chép ở nước họ và khi nào thì không.

Những câu chuyện có nguồn gốc nước ngoài có thể đặc biệt gây tiếng vang trên các phương tiện truyền thông (như báo trí thức) được ưa chuộng bởi những người sống ở các thành phố quốc tế quyến rũ. Nhà

xã hội học Robert K. Merton lập luận rằng thực sự có hai loại người trên thế giới: người theo chủ nghĩa thế giới – cosmopolitans (người tự định hướng đến toàn thế giới) và người dân địa phương (người tự định hướng đến làng hoặc thị trấn của họ). Những người theo chủ nghĩa thế giới có văn hóa chia sẻ trên toàn thế giới. Những người sống ở các thành phố quốc tế quyến rũ trên thế giới nhờ hỗ trợ bởi các phương tiện truyền thông, có thể trở nên gần gũi về mặt văn hóa với những người khác ở các thành phố xa xôi (bất chấp rào cản ngôn ngữ) so với người dân nông thôn ở đất nước họ. Không có gì đáng ngạc nhiên khi giá nhà tại các thành phố này thường di chuyển cùng nhau.

Vai trò của truyền thông tin tức trong việc tuyên truyền bong bóng đầu cơ

Vai trò của các phương tiện truyền thông trong thị trường chứng khoán không chỉ đơn giản là một công cụ thuận tiện cho các nhà đầu tư đang phản ứng trực tiếp với chính tin tức có ý nghĩa kinh tế. Các phương tiện truyền thông tích cực định hình sự chú ý của công chúng và các phạm trù tư tưởng, và chúng tạo ra môi trường diễn ra các sự kiện thị trường đầu cơ mà chúng ta nhìn thấy.

Các ví dụ được đưa ra trong chương này minh họa rằng các phương tiện truyền thông là nguồn tuyên truyền chủ yếu về biến động giá đầu cơ thông qua những nỗ lực làm cho tin tức trở nên thu hút với khán giả của họ. Đôi khi, họ cố gắng tăng cường sự quan tâm như vậy bằng cách gắn câu chuyện tin tức vào biến động giá mà công chúng quan sát thấy, do đó tăng cường sự nổi bật của các bước dịch chuyển này và đưa sự chú ý dồn vào chúng. Hoặc họ có thể nhắc nhở công chúng về các giai đoạn thị trường trong quá khứ, hoặc về các chiến lược giao dịch có thể xảy ra của người khác. Do đó, phương tiện truyền thông đôi khi có thể thúc đẩy phản hồi mạnh mẽ hơn từ những thay đổi giá trong quá khứ đến thay đổi giá hơn nữa và họ cũng có thể thúc đẩy một chuỗi các sự kiện khác, được gọi ở đây là một dòng thác chú ý. Điều này không có nghĩa là các phương

tiện truyền thông là một lực nguyên khối đẩy các ý tưởng vào một đối tượng hoàn toàn thụ động. Các phương tiện truyền thông đại diện cho một kênh truyền thông đại chúng và giải thích văn hóa đại chúng, nhưng văn hóa đại chúng có tư duy logic và quá trình riêng của nó. Chúng ta chuyển sang nghiên cứu một số ý tưởng cơ bản trong văn hóa của mình, ở đó sự chuyển đổi theo thời gian chịu sự liên quan đến tình hình đầu cơ thay đổi trong thị trường đầu cơ. •

CHƯƠNG 07

TƯ DUY KINH TẾ KỶ NGUYÊN MỚI

Mở rộng thị trường đầu cơ thường được liên kết với nhận thức phổ biến rằng tương lai tươi sáng hơn hoặc ít bất định hơn so với trước đây. Người ta sử dụng thuật ngữ kỷ nguyên mới định kỳ để mô tả những thời điểm này.

Tất nhiên, có những phẩm chất rõ ràng định hình kỷ nguyên mới. Xu hướng chung trong thế kỷ vừa qua là mức sống tăng và ảnh hưởng của các nguy cơ kinh tế lên cá nhân giảm. Thực sự thế giới đã dần phát triển thành một kỷ nguyên mới và tốt đẹp hơn trên nhiều phương diện. Nhưng đặc điểm nổi bật nhất trong tư duy kỷ nguyên mới phổ biến là mọi việc không diễn ra tuần tự mà theo những bước nhảy vọt.

Trái ngược với các quy chiếu không theo quy tắc về một kỷ nguyên mới trong văn hóa đại chúng, các nhà kinh tế hoặc các nhà bình luận có ảnh hưởng khác đã tuyên bố về một kỷ nguyên mới ở nhiều thời điểm khác nhau trong lịch sử thường một cách khá thận trọng trong việc lựa chọn từ ngữ. Thông thường, họ dường như đặt cược vào sự tiếp tục của các xu hướng dài hạn.

Đôi khi các nhà kinh tế có thể bỏ sót nhiều điều do quá tập trung vào dữ liệu và bỏ qua những điểm độc đáo của những cải tiến mới nhất trong công nghệ hoặc kinh doanh mà nhiều người coi là đang dẫn dắt một kỷ nguyên mới. Nhưng ở cấp độ thường xuyên hơn, chính công chúng đang bỏ sót điều gì đó vì phản ứng thái quá với những câu chuyện kỷ nguyên mới đột nhiên trở nên phổ biến. Họ đã bỏ qua sự tương đồng cơ bản giữa những câu chuyện tân thời với những câu chuyện tương tự xuất hiện nhiều lần trong quá khứ.

Ví dụ, sự xuất hiện của Internet vào giữa những năm 1990 được nhiều nhà quan sát thông thường nhìn nhận là một thay đổi cơ bản sẽ thúc đẩy năng suất của nền kinh tế. Vì họ cho rằng Internet là hệ thống truyền thông và phân phối có tầm quan trọng nền tảng. Nhưng nếu chúng ta muốn xem liệu Internet có phải là một hệ thống phân phối và truyền thông tạo ra tăng trưởng kinh tế nhanh hơn so với trước đây hay không, chúng ta phải so sánh nó với các hệ thống tương tự trong quá khứ, chẳng hạn như các dịch vụ bưu chính, đường sắt, điện báo, điện thoại, ô tô, máy bay, đài phát thanh và đường cao tốc. Tất cả các mạng lưới này có ảnh hưởng sâu sắc đến nền kinh tế thời đó, giúp chuyển đổi trạng thái nguyên thủy xưa cũ của nền kinh tế quá khứ. Thật khó để tranh luận rằng Internet đóng vai trò quan trọng hơn đối với sự tăng trưởng của nền kinh tế ngày nay so với sự tăng trưởng của nền kinh tế trong quá khứ, và vì vậy không có lý do gì để mong đợi sự tăng trưởng nhanh hơn so với trước đây. Nhưng công chúng thường không nghĩ về những giai đoạn lịch sử trong quá khứ cho mục đích so sánh.

Người ta khó mà xác định cụ thể vấn đề công chúng bị ảnh hưởng theo những cách khác nhau vào những thời điểm khác nhau bởi tư duy kỷ nguyên mới, hay bởi bất kỳ lý thuyết kinh tế phổ biến nào khác cũng vậy. Ví dụ, rất khó để theo dõi sự phát triển của các ý tưởng thông qua bảng khảo sát, bởi vì ta chỉ có thể hỏi công chúng về một ý tưởng cụ thể sau khi ý tưởng đó đã thu hút được rất nhiều sự chú ý rồi.

Chúng ta có thể đếm số lượng xuất hiện của một từ trong các ấn phẩm bằng cách sử dụng cơ sở dữ liệu được vi tính hóa, và do đó có được một số ý tưởng về tần suất thay đổi của các thuật ngữ kinh tế nhất định, nhưng tìm kiếm đó rất thô sơ và bỏ sót những thuật ngữ bị chuyển đổi cách dùng từ qua thời gian. Khi tôi cố gắng thiết lập tần suất sử dụng cụm từ kỷ nguyên mới trong những năm trước đỉnh của thị trường chứng khoán vào năm 2000, tôi nhận thấy thuật ngữ này được sử dụng trong rất nhiều bối cảnh khác nhau đến nỗi chỉ tìm kiếm cụm từ này thôi sẽ không đạt được mục đích như chúng tôi mong muốn. Ngược lại, tôi đã

thiết lập từ cơ sở dữ liệu của Lexis-Nexis rằng trong tiếng Anh, thuật ngữ kinh tế kỷ nguyên mới không hề tồn tại cho tới khi tờ báo Business Week đăng bài vào tháng 7 năm 1997, quy sự ra đời của thuật ngữ này cho Alan Greenspan, đánh dấu thời điểm được cho là bước ngoặt trong suy nghĩ của ông ấy kể từ bài phát biểu về "lạc quan tếu" vài tháng trước đó. Thuật ngữ nền kinh tế kỷ nguyên mới vẫn được sử dụng thường xuyên cho đến khi thị trường chứng khoán đạt đỉnh vào năm 2000. (Sự kết hợp của thuật ngữ này với một hình tượng mạnh mẽ cung cấp thêm một ví dụ nổi bật về cách các diễn viên hoặc sự kiện truyền thông có thể thay đổi suy nghĩ của công chúng).

Việc sử dụng thuật ngữ kỷ nguyên mới *(new era)* trong bối cảnh này thực sự đã có trước bài viết trên Business Week. Vào tháng 6 năm 1997, tờ Boston Globe đã xuất bản một bộ đôi bài báo sử dụng thuật ngữ lý thuyết kỷ nguyên mới, nhà lý thuyết kỷ nguyên mới và trường phái kỷ nguyên mới và xác định Ralph Acampora, giám đốc nghiên cứu kỹ thuật tại Prudential Securities, là thành viên của trường phái đó. Vào tháng 8 năm 1997, một bài báo thu hút được nhiều chú ý của Paul Krugman trên Tạp chí Harvard Business Review đã tấn công vào lý thuyết kỷ nguyên mới vừa mới manh nha giành được sự chú ý. Và điều này tất nhiên còn khiến thuật ngữ này trở nên nổi hơn. Trong thập kỷ trước năm 1997, tìm kiếm Nexis cho thấy rằng thuật ngữ kỷ nguyên mới chỉ thi thoảng được sử dụng để biểu thị triển vọng kinh tế lạc quan; trong những năm đó, thuật ngữ rõ ràng ít gây được sự chú ý.

Có một điều gây tò mò là sự phát triển của những câu chuyện về kỷ nguyên mới vào khoảng năm 1997 gần như tương ứng với thời điểm bùng nổ bất động sản bắt đầu ở Hoa Kỳ và các quốc gia khác. Khởi đầu của bùng nổ này (hiển thị trong Hình 3.3) bắt đầu khá mạnh vào khoảng năm 1997 tại Boston, Los Angeles, Paris và Sydney; trong khi có vẻ giá nhà đất ở London đã bắt đầu tăng hơn một năm trước đó.

Sự phổ biến của thuật ngữ kỷ nguyên mới dùng để mô tả nền kinh tế diễn ra cho đến sau những năm 1990 khi thị trường chứng khoán đã tiến

xa đến mức bắt đầu làm mọi người kinh ngạc, và tất cả những câu chuyện kỷ nguyên mới đều nói về thị trường chứng khoán. Đó không phải câu chuyện một số nhà kinh tế tuyên bố về kỷ nguyên mới sau khi xem xét dữ liệu thu nhập quốc gia hoặc dữ liệu khác liên quan đến triển vọng kinh tế thực. Lý thuyết kỷ nguyên mới nổi lên chủ yếu như một sự giải thích vuốt đuôi cho bùng nổ thị trường chứng khoán. Điều này chắc chắn không có gì bất ngờ. Bùng nổ của thị trường chứng khoán là một sự kiện kịch tính đòi hỏi một sự giải thích không kém phần kịch tính. Ngược lại, sự gia tăng trong tốc độ tăng trưởng của GDP, ví dụ như từ 2% lên 3%, có lẽ thú vị đối với các nhà kinh tế, nhưng không tạo ấn tượng tương tự đối với công chúng. Những con số ấy được xem là không đáng kể, mang màu sắc bí truyền, và đơn giản là không thể chống lại các tin tức bóng bẩy đang dội bom lên sự chú ý của công chúng.

Bất cứ khi nào thị trường đạt đến một đỉnh cao mới, các diễn giả, nhà văn và những người có tiếng tăm khác đột nhiên xuất hiện, tuôn ra những lời giải thích cho sự lạc quan thấy rõ trên thị trường. Các phóng viên có thể không phải lúc nào cũng nắm bắt thời điểm chính xác, và họ có thể cho rằng chính những lời nói của những người đàn ông và phụ nữ vĩ đại này đã gây ra sự thay đổi thị trường. Mặc dù những người nổi tiếng chắc chắn có thể lay chuyển thị trường, nhưng thông thường sự khôn ngoan của họ chỉ đơn thuần là theo đuôi các động thái thị trường mà thôi. Tuy nhiên, tư duy kỷ nguyên mới mà họ thúc đẩy là một phần của quá trình bùng nổ có thể được duy trì và khuếch đại, là một phần của cơ chế phản hồi như chúng ta đã thấy, có thể tạo thành bong bóng đầu cơ.

Một người bảo vệ tính duy lý của thị trường có thể chỉ ra rằng ngay cả khi các cuộc thảo luận về kỷ nguyên mới thực sự là nguyên nhân của sự bùng nổ, thì nó cũng không tiếp diễn theo trình tự rằng tin tức về các cuộc thảo luận này phải đi trước sự bùng nổ. Nghiệm ra, rất có thể các cuộc thảo luận truyền miệng thật sự đi trước và gây ra cuộc bùng nổ, mặc dù thực tế là hầu hết các cuộc thảo luận trên phương tiện truyền thông về các lý thuyết kỷ nguyên mới dường như trùng khớp hoặc xuất hiện sau

bùng nổ thị trường chứng khoán. Các phương tiện truyền thông có thể đã chậm chân trong việc nhận ra các cuộc thảo luận ấy.

Nhưng lời bào chữa đó cho tính duy lý của thị trường không hợp lý lắm nếu chúng ta xem xét bản chất của các mô hình suy nghĩ được quan sát trong cộng đồng đầu tư. Công chúng thiếu quan tâm về các lập luận duy lý về tiến trình tương lai của khu vực doanh nghiệp đến mức rất khó có khả năng công chúng có thể giữ những suy nghĩ bí mật về kỷ nguyên mới của lợi nhuận doanh nghiệp không liên quan đến việc tăng giá cổ phiếu trong quá khứ.

Dường như hầu hết mọi người không quan tâm đến dự báo tăng trưởng kinh tế dài hạn cho nền cả kinh tế. Lý thuyết kinh tế sẽ gợi ý rằng họ nên quan tâm, nếu họ hành xử theo lý trí. Nhưng trong thực tế, chủ đề này quá trừu tượng, nhàm chán, hoặc nặng tính kỹ thuật. Công chúng quan tâm đến các mô tả mở rộng về công nghệ trong tương lai, ví dụ, về những khả năng tuyệt vời mà máy tính sẽ sớm có được, chứ không phải sự cố gắng đo lường mức thu nhập của doanh nghiệp Hoa Kỳ trong những năm tới. Trên thực tế, có nghi ngờ rằng hơn 1% dân số ngày nay có thể đưa ra ước tính tổng thu nhập của công ty Hoa Kỳ chính xác trong một cấp độ khuếch đại (*order of magnitude*). Họ hầu như không quan tâm đến việc dự đoán những thay đổi trong thu nhập đó.

Lịch sử cho thấy rằng đôi khi các thế lực vô hình mạnh mẽ tác động lên dư luận lại không được tiết lộ trên các phương tiện truyền thông hoặc trong các cuộc thảo luận công khai cho đến khi một số sự kiện quan trọng đưa các thế lực này ra ánh sáng. Nhưng những dòng chảy như vậy trong dư luận thường liên quan đến những lý thuyết ngây thơ dựa trên những quan sát cá nhân hoặc những định kiến không đúng đắn đối với các nhóm thiểu số hoặc nước ngoài. Công chúng đơn giản là không giữ ý kiến bí mật về tốc độ tăng trưởng kinh tế.

Người ta thường thức diễn giải thị trường chứng khoán như thể phản ứng với các lý thuyết kỷ nguyên mới. Trên thực tế, dường như thị trường chứng khoán thường tạo ra các lý thuyết kỷ nguyên mới, khi các

phóng viên tranh giành để biện minh cho biến động giá thị trường chứng khoán. Tình huống này gợi nhớ hình ảnh bàn cầu cơ, nơi người chơi được khuyến khích diễn giải ý nghĩa những chuyển động của bàn tay run rẩy và chắt lọc dự báo từ bàn cầu cơ ấy. Hoặc thị trường chứng khoán được coi như một nhà tiên tri, đưa ra những tuyên bố bí ẩn và vô nghĩa, sau đó ta yêu cầu các chuyên gia giải thích, và nhầm lẫn lời diễn giải của họ là những gì ơn trên mách bảo.

Trong chương này, tôi phân tích tư duy về kỷ nguyên mới đi cùng với bùng nổ thị trường chứng khoán và thị trường bất động sản trước đó tại Hoa Kỳ. Tôi cũng đưa ra một số dấu hiệu cho thấy suy nghĩ của cộng đồng trong thời đại "kỷ nguyên mới" đang thịnh hành. Tôi sử dụng tự do bảng giá thị trường chứng khoán đương thời, vì chúng cung cấp bằng chứng trực tiếp nhất về những suy nghĩ và mối quan tâm của mọi người.

Sự lạc quan năm 1901: Đỉnh cao thế kỷ 20

Như đã lưu ý trong Chương 1, đỉnh đầu tiên trong ba đỉnh chính của tỉ lệ PE kể từ năm 1881 xảy ra vào tháng 6 năm 1901, ngay vào buổi bình minh của thế kỷ 20. Giá đã đạt được mức tăng ngoạn mục trong mười hai tháng trước đó và vào giữa năm 1901, các nhà quan sát đã báo cáo một cơn sốt đầu cơ thực sự: "Đợt bùng nổ đầu cơ suốt tháng 4 năm 1901 là điều hiếm khi xảy ra đồng thời trong lịch sử của những cơn sốt đầu cơ. Những câu chuyện về người phục vụ khách sạn, nhân viên văn phòng, thậm chí là người giữ cửa và thợ may cũng kiếm được gia tài đáng nể nhờ vào đầu cơ đã xuất hiện đầy trên các mặt báo. Ta có thể hình dung được hiệu ứng trên tâm trí công chúng của những câu chuyện này."

Với sự khởi đầu của thế kỷ, tháng 1 năm 1901 diễn ra nhiều câu chuyện về tương lai và các tiến bộ công nghệ: "xe lửa sẽ chạy ở tốc độ 150 dặm mỗi giờ, nhà xuất bản báo chí chỉ cần nhấn nút và máy móc sẽ tự động làm phần còn lại, máy quay đĩa sẽ thay vai trò nhân viên bán hàng trong các cửa hàng lớn nhờ cánh tay robot sẽ lo việc thối tiền thừa". Nhà phát minh truyền thanh Guglielmo Marconi lần đầu thực hiện truyền

sóng vô tuyến xuyên Đại Tây Dương vào năm 1901, và có dự đoán rằng chúng ta sẽ sớm liên lạc vô tuyến với sao Hỏa.

Triển lãm Pan-American ở Buffalo, New York, từ ngày 1 tháng 5 đến ngày 1 tháng 11 năm 1901, biểu dương sức mạnh của công nghệ cao. Trung tâm của triển lãm là tháp điện cao khoảng 115 mét, được thắp sáng bởi 44.000 bóng đèn do máy phát điện ở tận Thác Niagara xa xôi cung cấp. Tòa tháp này là một kỳ quan tráng lệ không thể tả xiết và khiến cho khách tham quan như dính phải bùa phép. Cuộc triển lãm tòa nhà điện phô diễn những kỳ quan của điện. Người ta trưng bày một máy ghi điện (*electrograph*), một máy truyền hình ảnh bằng dây (tiền thân của máy fax) và một máy điện báo cho phép truyền một chữ ký trên một khoảng cách xa (tiền thân của các thiết bị xác minh chữ ký thẻ tín dụng). Cuộc triển lãm thậm chí đem đến cho khán giả một chuyến đi mô phỏng lên mặt trăng trên khinh khí cầu Luna: du khách có thể đi dạo qua các đường phố và cửa hàng của mặt trăng trước khi trở về trái đất.

Theo một nghĩa nào đó, thời đại công nghệ cao, thời đại máy tính và thời đại vũ trụ dường như đã đến rất gần vào năm 1901, mặc dù các khái niệm này khi ấy được diễn đạt bằng những từ khác so với những gì chúng ta sử dụng ngày nay. Mọi người phấn khởi, và trong những năm sau đó, thập kỷ đầu tiên của thế kỷ 20 được gọi là Thời đại Lạc quan, Thời đại Niềm tin hay Kỷ nguyên Tự mãn. Tâm trạng có lẽ tương tự như một thế kỷ sau, khi loài người đón ánh bình minh của thế kỷ 21. Với việc truyền thông hiện đại khai thác các sự kiện kỷ niệm hoặc điểm khởi đầu, và xu hướng con người coi những sự kiện đó là sự khởi đầu mới mang tính biểu tượng, gửi gắm vào đó những hy vọng và kỳ vọng cường điệu khiến thời khắc chuyển sang thế kỷ mới có xu hướng là thời của sự lạc quan. Ví dụ năm 1901 cho thấy rằng sự lạc quan trong thế kỷ mới của chúng ta trên thực tế có thể kéo dài nhiều năm sang thiên niên kỷ mới, ít nhất là trong một số hình thức và giả sử nó không bị tác động quá nhiều bởi các sự kiện thế giới bất lợi. Cho dù những sự kiện như ngày 11 tháng 9, cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, chiến tranh và nổi loạn

ở Trung Đông và căng thẳng chính trị ở những nơi khác trên thế giới có làm lung lay niềm tin của chúng ta trong thời gian dài.

Nhưng có một lý do khác khiến mọi người vào năm 1901 nghĩ rằng thị trường chứng khoán phải được đánh giá cao. Tin tức kinh doanh nổi bật nhất trong các bài báo những năm này là về sự hình thành của những liên kết, niềm tin tưởng và sáp nhập trong một loạt các doanh nghiệp, chẳng hạn như sự hình thành Tổng công ty thép Hoa Kỳ từ nhiều công ty thép nhỏ hơn. Nhiều nhà dự báo thị trường chứng khoán năm 1901 đã xem những phát triển này là rất quan trọng và thuật ngữ cộng đồng chung lợi ích được sử dụng để mô tả nền kinh tế mới do họ thống trị. Một bài xã luận tháng 4 năm 1901 trên tờ New York Daily Tribune giải thích:

Nhưng một kỷ nguyên mới đã đến, kỷ nguyên của "cộng đồng chung lợi ích", mà theo đó người ta hy vọng sẽ tránh được việc cắt giảm giá cả và ngăn chặn sự hủy diệt từng xảy ra trong quá khứ, khi khủng hoảng doanh nghiệp xảy ra, bằng cách thâu tóm và mua lại cổ phần trong mọi ngành công nghiệp. Ví dụ, trong ngành công nghiệp sắt thép vĩ đại, như Andrew Carnegie đã nói, từng là hoàng tử và ăn mày của thế giới công nghiệp, giờ đây thịnh vượng trở lại và một lần nữa khủng hoảng trầm trọng, việc hợp nhất hàng chục doanh nghiệp phân tán thành hàng tá doanh nghiệp lớn hơn trong vòng hai năm qua được theo sau bởi sự hợp nhất các doanh nghiệp lớn hơn kia để tạo thành tập đoàn khổng lồ nhất thế giới từ trước đến nay. Đó là một sự hợp nhất trong đó nếu kỳ vọng dự phóng của người khởi xướng được thi hành, sẽ dẫn đến việc tránh lãng phí kinh tế nhờ loại bỏ khả năng xây dựng các nhà máy không cần thiết chỉ vì lý do cạnh tranh. Nó cũng ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua việc bãi bỏ các chức vụ trùng lặp và thiết lập một bảng giá thống nhất, đồng thời ảnh hưởng đến vấn đề mở rộng thương mại xuất khẩu vì mức giá thấp hơn có thể được giữ nguyên do kết quả của tính kinh tế nhờ kết khối.

Trong lĩnh vực đường sắt cũng vậy, sát nhập là ý tưởng chủ đạo với những lý do tương tự. Các tuyến đường cạnh tranh được sáp nhập hoặc được cho thuê lại, với hệ quả là tiết kiệm chi phí vận hành và chấm dứt

vĩnh viễn việc giảm phí vận chuyển do cạnh tranh, và các đại diện của những tuyến đường quyền lực sẽ liên kết lại tạo thành hiệp hội đường sắt để kiểm soát việc cắt giảm chi phí vận chuyển (bừa bãi), và hội đồng đường sắt này thường có vai trò rất lớn, nếu không muốn nói là kiểm soát (toàn bộ hệ thống đường sắt).

Những lý do cho sự lạc quan đối với thị trường chứng khoán chắc chắn là hợp lý. Người ta dễ dàng tin rằng việc loại bỏ cạnh tranh có thể tạo ra lợi nhuận độc quyền cho các tập đoàn, do đó làm tăng giá cổ phiếu của họ.

Nhưng bài xã luận không để cập đến tiềm năng chấm dứt kỷ nguyên của "cộng đồng chung lợi ích" do luật chống độc quyền. Vào tháng 9 năm 1901, tổng thống thân doanh nghiệp William McKinley đã bị ám sát khi đến thăm triển lãm Pan-American; sau đó phó chủ tịch "cao bồi" Teddy Roosevelt đã kế nhiệm ông. Chỉ sáu tháng sau, vào tháng 3 năm 1902, Roosevelt đã phủi bụi Đạo luật chống độc quyền Sherman năm 1890 vốn gần như chìm vào quên lãng và sử dụng nó để chống lại Công ty Chứng khoán Northern Securities Company. Trong bảy năm tiếp theo, ông bắt tay vào một chính sách chống độc quyền mạnh mẽ. Khi những khiếm khuyết của Đạo luật Sherman trở nên rõ ràng, Đạo luật Chống độc quyền Clayton vào năm 1914 càng đẩy mạnh cuộc tấn công của chính phủ vào hợp nhất doanh nghiệp.

Tiền đề của lý thuyết "cộng đồng chung lợi ích" về giá cổ phiếu hóa ra là sai; những người thể hiện sự lạc quan cao đối với cổ phiếu trên cơ sở này đã không nghĩ mọi chuyện có thể đi sai đường. Mọi người đã không xem xét khả năng xã hội không tha thứ cho sự chuyển dịch của cải về phía các cổ đông như thế này. Có lẽ họ đã không xem xét điều này vì chưa có bất kỳ hoạt động chống độc quyền cụ thể nào. Tuy nhiên, khi nghĩ ở cấp độ của thị trường chứng khoán, tất nhiên người ta phải xem xét thu nhập dài hạn mà thị trường thể hiện, trải đều trong những thập kỷ tương lai và xã hội có tiềm năng điều chỉnh kết quả về phía tích cực hay tiêu cực, để kiểm soát dòng thu nhập này.

Hiếm khi các cuộc thảo luận ở cấp độ của thị trường chứng khoán xem xét khả năng phản ứng của chính phủ đối với mức lợi nhuận, mặc dù chính sách của chính phủ đối với các tập đoàn đã thay đổi đáng kể và mạnh mẽ theo thời gian. Chỉ riêng thuế lợi nhuận doanh nghiệp theo luật định của Liên bang Hoa Kỳ đã được điều chỉnh nhiều lần, từ 0% năm 1901, lên 1% năm 1911, lên 10% năm 1921, lên 14% năm 1931, lên 31% năm 1941, lên 50,75% với 30% thuế lợi nhuận vượt mức năm 1951, đến 35% như hiện nay. Thực tế cho thấy các hành động trong quá khứ của chính phủ Hoa Kỳ đã tăng thuế lợi nhuận doanh nghiệp từ 0% lên 50,75%, quốc hữu hóa một cách hiệu gần như một nửa thị trường chứng khoán (theo đó họ đem thi hành và duy trì mức thuế). Dù vậy, tiềm năng điều chỉnh thuế trong tương lai hiếm khi được đề cập trong việc thảo luận về triển vọng của thị trường. Ví dụ năm 1901 minh họa một hướng mà tư duy kỷ nguyên mới có thể sai: suy nghĩ như vậy tập trung sự chú ý vào tác động của các sự kiện tin tức hiện đang nổi bật. Mà ít chú ý đến những những sự kiện theo kiểu "nếu-thì" ngay cả khi các sự kiện loại này có xác suất xảy ra đáng kể.

Một chủ đề quan trọng khác vào năm 1901 là các cổ phiếu hiện đang được nắm giữ bởi những "bàn tay quyền lực": "Quyền sở hữu cổ phiếu đã được sang tay. Các nhà đầu cơ trong dân bây giờ không sở hữu cổ phiếu nữa. Cổ phiếu thuộc sở hữu của những người có khả năng bảo vệ chúng trong mọi hoàn cảnh, chẳng hạn như Standard Oil, Morgan, Kuhn Loeb, Gould và Harriman Interests. Những người này là những nhà tài chính hàng đầu của đất nước rõ ràng biết khi nào nên bước vào thị trường và kết quả cuối cùng có thể mong đợi là gì." Với lý thuyết này, cũng như các lý thuyết được công bố trong thời gian thị trường đạt đỉnh, người ta không thể hiểu được vì sao xuất hiện một cơn cuồng bán ra. Trong khoảng thời gian ngắn, có lẽ lý thuyết này đã đúng. Nhưng những bàn tay quyền lực đó đã không ngăn được vụ sụp đổ của thị trường chứng khoán năm 1907 hoặc sự trượt dốc thê thảm của giá trị cổ phiếu giữa năm 1907 và năm 1920.

Lạc quan những năm 1920

Thị trường giá lên của những năm 1920 rõ ràng là thời điểm công chúng nhiệt tình và quan tâm đến thị trường chứng khoán, và sự nhiệt tình dường như đạt đỉnh vào năm 1929 cùng với thị trường. Trong cuốn sách xuất bản năm 1931 *Only Yesterday* (Tạm dịch Chỉ mới hôm qua), Frederick Lewis Allen đã viết về năm 1929 như sau:

Người tài xế của một người đàn ông giàu có vừa lái xe, tai vừa lơ đãng nghe tin tức về một động thái sắp xảy ra trong công ty Bethlehem Steel vì ông nắm giữ 50 cổ phiếu ở mức margin 20%. Người công nhân lau cửa sổ tại văn phòng môi giới tạm dừng tay để xem bảng giá, vì anh ta đang nghĩ đến việc chuyển đổi số tiền tiết kiệm tích lũy của mình thành một vài cổ phiếu của Simmons. Edwin Lefevre (một phóng viên có tiếng nói trên thị trường vào thời điểm này, người có thể tự xưng là có nhiều kinh nghiệm) kể về người giúp việc của một người môi giới kiếm được gần một phần tư triệu trên thị trường, anh cũng kể về một y tá kiếm được ba mươi nghìn đô nhờ lời khuyên đầu tư từ những bệnh nhân trả ơn, rồi về một người dắt ngựa ở Wyoming, cách đường sắt gần nhất ba mươi dặm, người này đã mua hoặc bán cả ngàn cổ phiếu một ngày.

Mặc dù mô tả này có thể tạo ra một ấn tượng bị phóng đại về mức độ chú ý của công chúng đối với thị trường chứng khoán, nhưng không phải nghi ngờ rằng sự chú ý vào những năm 1920 lớn hơn rất nhiều so với những thời kỳ khác, và không khó để tìm các nhà đầu tư nhiệt tình như vừa nêu.

Những năm 1920 là thời kỳ tăng trưởng kinh tế nhanh chóng và đặc biệt là sự phổ biến rộng rãi một số sáng kiến công nghệ mà trước đây chỉ dành cho những người giàu có. Ô tô trở nên phổ thông vào khoảng thời gian này. Vào năm 1914, chỉ có 1,7 triệu ô tô được đăng ký tại Hoa Kỳ, nhưng đến năm 1920 đã có 8,1 triệu ô tô và đến năm 1929 là 23,1 triệu. Chiếc ô tô mang đến một cảm giác tự do và khả năng mới, và nhận thức lan rộng rằng những giá trị cá nhân này có thể đạt được bằng công nghệ mới.

Những năm 1920 cũng là thời điểm điện khí hóa của đất nước được mở rộng ra ngoài phạm vi các thành phố lớn, nơi đã được điện khí hóa ở thời kỳ trước. Đến năm 1929, hai mươi triệu ngôi nhà ở Hoa Kỳ đã có đường dây điện. Đèn dầu hoàn toàn biến mất, đèn điện xuất hiện khắp nơi. Đến năm 1929, gần một nửa số nhà có điện đã trang bị máy hút bụi và một phần ba có máy giặt. Hơn nữa, những năm 1920 chứng kiến sự bành trướng của radio và nó phát triển như một phương tiện giải trí quốc gia đến giai đoạn trưởng thành. Vào năm 1920, chỉ có ba đài phát thanh trên toàn nước Mỹ, đến năm 1923, con số này đã lên đến hơn năm trăm. Những ngôi sao phát thanh nổi tiếng trên toàn quốc như Rudy Vallee và các chương trình nổi tiếng trên toàn quốc như Amos n' Andy xuất hiện vào những năm 1920. Công ty Phát thanh Quốc gia đã hình thành mạng quốc gia đầu tiên vào năm 1926 và các chương trình định kỳ tạo nên một cảm giác về văn hóa quốc gia chưa từng có trước đây. Âm thanh cũng xâm chiếm phim ảnh của chúng ta. Lee De Forest đã phát minh ra hệ thống âm thanh trên phim vào năm 1923 và những bộ phim lồng tiếng đã thay thế hoàn toàn những bộ phim câm vào cuối thập kỷ này. Nhờ những đổi mới này tác động mạnh như thế lên cuộc sống hàng ngày, ảnh hưởng đến mọi người trong gia đình và trong giờ giải trí của họ, những năm 1920 là thời điểm mà tiến bộ công nghệ khổng lồ rõ ràng đối với cả người quan sát bàng quan nhất.

Vào thời điểm bùng nổ thị trường chứng khoán những năm 1920, nhiều tuyên bố đã công bố rõ ràng về một kỷ nguyên mới của nền kinh tế. Chẳng hạn, ngay từ năm 1925 chúng ta nghe thấy, "Hiện không có điều gì trong tương lai có thể cản bước Hoa Kỳ tận hưởng một kỷ nguyên kinh doanh thịnh vượng mà hoàn toàn chưa từng được biết đến trong lịch sử thương mại".

John Moody, người đứng đầu Moody's Investors Service chuyên về xếp hạng, cho biết trong một bài viết về thị trường chứng khoán năm 1928, "Trên thực tế, một kỷ nguyên mới đang dần thành hình trên toàn bộ thế giới văn minh; nền văn minh đang đảm nhận những khía cạnh mới. Có

lẽ chúng ta chỉ mới bắt đầu nhận ra nền văn minh cơ giới (*mechanistic civilization*) hiện đại mà chúng ta đang sống hiện đang trong quá trình tự hoàn thiện".

Với sự nhiệt tình của công chúng đối với chứng khoán và sự tăng vọt của thị trường, có một nhu cầu tương ứng đối với những cuốn sách diễn giải và chứng minh sự bùng nổ của thị trường. Năm 1929, Charles Amos Dice, trong quyển *New Levels in the Stock Market* (tạm dịch Mức độ mới trong thị trường chứng khoán), đã đưa ra một số lý do để mong đợi tăng trưởng sẽ tiếp tục. Ông thích thuật ngữ thế giới mới hơn là kỷ nguyên mới, nhưng ý tưởng thì cũng như nhau. Ông đã viết về một "thế giới công nghiệp mới", đề cập đến các kỹ thuật sản xuất hàng loạt, các phòng nghiên cứu lớn, sự khởi đầu của thời đại điện, công nghiệp hóa ở miền Nam, sự xuất hiện của sản xuất quy mô lớn và cơ giới hóa nông nghiệp. Hơn nữa, Dice viết về một "thế giới phân phối mới", dự đoán về sự phát triển của tín dụng trả góp, phong trào chuỗi cửa hàng, các kỹ thuật quảng cáo mới kích thích nhu cầu và các kỹ thuật nghiên cứu thị trường mới. Ông cũng nói về một "thế giới tài chính mới", đề cập đến việc mở rộng ngân hàng đầu tư để cung cấp nguồn vốn mới cho các tập đoàn, sự phát triển của công ty mẹ như một công cụ để tài trợ linh hoạt hơn và tiến bộ trong sự hiểu biết của Hệ thống Dự trữ Liên bang về cách ổn định hóa kinh doanh. Dice mô tả Cục Dự trữ Liên bang tương tự như bộ điều tốc động cơ hơi nước khi điều chỉnh tốc độ của nền kinh tế.

Điều gây tò mò là quyển sách của Dice được in vào tháng 8 năm 1929, một tháng trước đỉnh cao của thị trường và chuẩn bị bắt đầu cuộc Đại suy thoái. Thời điểm xuất hiện của cuốn sách dường như còn đáng chú ý hơn khi người ta thấy đính kèm ở trang 69 một mẩu giấy nhỏ có tiêu đề là "Lỗi in ấn". Mẩu giấy này, dường như được thêm vào sau khi sách in và trước khi đóng gáy, ghi chú rằng chỉ số Dow tăng vào ngày 3 tháng 9 năm 1929, lên hơn 20 điểm so với mức được chỉ ra trong cuốn sách. Mẩu giấy hướng dẫn độc giả điều chỉnh chỉ số Dow dự phóng lên thêm từ 15 đến 20 điểm so với số in trong sách. Do đó, Dice đã xoay sở để ra sách vào

đúng đỉnh của thị trường, và cũng đã xoay sở để tạo ra lỗi nghiêm trọng nhất có thể xảy ra trong việc dự báo thị trường. Giáo sư Irving Fisher tại Yale, người được tả là một trong những nhà kinh tế học nổi tiếng nhất nước Mỹ thời bấy giờ, lập luận rằng thị trường chứng khoán Hoa Kỳ hoàn toàn không được định giá quá cao. Câu nói của ông đã được trích dẫn lại khi phát biểu ngay trước khi thị trường đạt đỉnh vào năm 1929 rằng "giá cổ phiếu đã đạt đến mức bình ổn vĩnh viễn". Ông đã viết một cuốn sách có tựa đề *The Stock Market Crash and After* (tạm dịch Sụp đổ thị trường chứng khoán và sau đó), với phần mở đầu được viết chỉ trước ngày Thứ sáu Đen tối hơn hai tháng. Fisher chắc hẳn đã viết cuốn sách này cùng thời gian Dice đang viết, nhưng việc canh thời điểm của ông không quá tệ. Vụ sụp đổ năm 1929 xảy ra khi ông vẫn đang thực hiện cuốn sách. Tuy nhiên, Fisher vẫn có thể lạc quan sau vụ sụp đổ, đặc biệt là khi thị trường chỉ mới đi xuống chỉ một phần nhỏ so với chặng đường tụt dốc của nó vốn kéo dài đến tận năm 1932, và vụ sụp đổ dường như chưa báo hiệu bất cứ điều gì như sự kết thúc của một kỷ nguyên.

Fisher lập luận trong cuốn sách của mình rằng triển vọng tăng thu nhập nhanh chóng vì một số lý do, vài lý do trong số đó song song với những lý do được trích dẫn bởi Dice. Đầu tiên, ông chỉ ra rằng phong trào sáp nhập vào những năm 1920 cho phép các tính kinh tế trong sản xuất quy mô lớn. Ông lưu ý rằng "các tính kinh tế từ sáp nhập cần có thời gian để phát triển, trong khi hiệu quả trên thị trường chứng khoán của nó diễn ra tức thì". Nghiên cứu và phát minh khoa học đang tiến hành với tốc độ nhanh hơn trước. Những lợi thế của ô tô chỉ mới bắt đầu được khai thác, với sự phát triển của một mạng lưới đường cao tốc mở rộng nhanh chóng. Chúng ta cũng học hỏi nhiều về cách sử dụng hiệu quả sản phẩm thải. Trong nông nghiệp, những phát minh bấy giờ bao gồm cày xới đất, phân bón tốt hơn, các giống vật nuôi được tăng cường và cây trồng mới được cải tiến. Khi tất cả các phát minh này dần dần được áp dụng, có thể dự đoán tăng thêm thu nhập từ chúng. Fisher cũng cho rằng việc quản lý của các tập đoàn Mỹ đang được cải thiện, nhờ áp dụng các

phương pháp khoa học, các bố trí cải tiến của các cơ sở sản xuất và các kỹ thuật quản lý tinh vi hơn. Các doanh nghiệp đã có thể lập kế hoạch tốt hơn cho tương lai, ông tuyên bố, một phần nhờ vào phát minh của riêng ông về "biểu đồ tổng thể" (*master-charting*), một phương pháp truyền ưu tiên để các nhân sự ở cấp quản lý cấp cao lập kế hoạch ưu tiên. Fisher cũng được khuyến khích bởi nhận thức của mình rằng các công đoàn lao động hiện đang chấp nhận trách nhiệm chung cho giải pháp của các vấn đề trong ngành công nghiệp.

Những người khác lập luận rằng định giá thị trường trong những năm 1920 là hợp lý bởi vì chúng ta đang trong thời gian tỉnh táo hơn theo đúng nghĩa đen. Lệnh cấm đồ uống có cồn được cho là một dấu hiệu của sự ổn định và thông minh hơn: "Nhiều điều khác nhau đã góp phần vào kết quả hạnh phúc này bao gồm việc loại bỏ các quán rượu và các yếu tố phá hoại của nó trên bình diện đời sống quốc gia, và kết quả là độ tỉnh táo của dân chúng nói chung tăng đáng kể. Hầu hết số tiền trước đây rót vào các quán rượu nay đã chuyển sang các tiêu chuẩn sống, khoản đầu tư và tài khoản tiết kiệm ngày được nâng cao".

Tất nhiên, sự lạc quan trên thị trường không phải là cảm nhận duy nhất được thể hiện vào thời điểm đó. Giá cao của thị trường so với các phép tính thô cho giá trị cơ bản không phải là không ai chú ý vào năm 1929. Thời báo New York Times và Biên niên sử thương mại và tài chính (Commercial and Financial Chronicle) liên tục chỉ ra những giải thích của họ về đầu cơ quá mức. Giám đốc ngân hàng International Acceptance Bank là Paul M. Warburg đã gọi đây là "đầu cơ không bị hạn chế". Nhưng húng ta biết, từ cấp độ của thị trường chứng khoán, sức nặng của cảm hận trong công chúng là cực kỳ tích cực trong những năm 1920.

Tư duy kỷ nguyên mới của những năm 1950 và 1960

Tư duy thời đại mới, theo như đánh giá từ các hãng truyền thông, ường như cũng trải qua một sự đột biến vào giữa những năm 1950, khi hị trường tăng 94,3% theo giá trị thực (đã điều chỉnh lạm phát) từ tháng

9 năm 1953 đến tháng 12 năm 1955. Thị trường đã bị đình trệ trong hầu hết các năm đầu thập niên 1950, trong bối cảnh lo ngại kéo dài rằng nền kinh tế có thể rơi vào tình trạng suy thoái do thiếu vắng các yếu tố kích thích sản xuất như hồi Thế chiến thứ II. Nhưng sự đột biến tăng gần gấp đôi trong thị trường chứng khoán, được hỗ trợ bởi thu nhập tăng trưởng vững chắc, rõ ràng đã khiến công chúng đầu tư quên đi nỗi sợ hãi đó và đắm chìm trong suy nghĩ thời đại mới thực sự. Vào tháng 5 năm 1955, tờ Báo cáo Thế giới và Tin tức của Hoa Kỳ (U.S. News and World Report) đã viết:

Một lần nữa, cảm giác về "kỷ nguyên mới" đã xuất hiện. Dân chúng tự tin cao độ, hầu hết là lạc quan, và thiếu vắng sự lo lắng.

Chiến tranh đã không còn là mối đe dọa. Hòa bình là một triển vọng đang được phổ biến. Việc làm khá phong phú. Tiền lương chưa bao giờ tốt đến thế. Thuế hứa hẹn sẽ cắt giảm. Ở khắp nơi, mọi thứ đang trong một xu hướng tăng.

Ba lần trong mười năm, nỗi sợ khủng hoảng đến và biến mất mà không gây thiệt hại gì nhiều. Sự sợ hãi đầu tiên đến vào năm 1946, ngay sau Thế chiến Thứ II, khi chi tiêu quân sự đã bị cắt giảm mạnh mẽ do tài chính eo hẹp. Nỗi sợ hãi thứ hai xảy ra vào năm 1949. Công chúng đã đi mua ngay, không biết gì về những lo lắng của các doanh nhân, và nỗi sợ hãi này đã phai mờ. Lần sợ hãi thứ ba bắt đầu vào giữa năm 1953. Bây giờ nó như một kỷ niệm.

Cảm giác rằng các nhà đầu tư rất lạc quan và tự tin về thị trường là một phần của suy nghĩ thời đại mới. Newsweek đã viết vào tháng 12 năm 1955 rằng "nền tảng cho sự trỗi dậy [trên thị trường chứng khoán] là niềm tin của nhà đầu tư vào sức mạnh áp đảo của nền kinh tế và thực tế là các tập đoàn đang đổ tiền vào sự thịnh vượng này".

Trong sự phát triển gần như song hành với sự phát triển của radio vào những năm 1920 như phương tiện cho nền văn hóa đại chúng, những năm đầu thập niên 1950 đã chứng kiến sự ra đời rộng rãi của truyền hình. Năm 1948, chỉ có 3% số gia đình Hoa Kỳ sở hữu ti vi; đến năm 1955, 76%

số gia đình đã có thiết bị này. Giống như Internet, ti vi là một sự đổi mới công nghệ sống động thu hút trí tưởng tượng của hầu hết mọi người. Đó là bằng chứng cho tiến bộ công nghệ không thể bỏ qua. Trong một vài năm ngắn ngủi, phần lớn người Mỹ bắt đầu thường xuyên dành nhiều giờ để theo dõi thiết bị điện tử.

Lạm phát rất thấp vào thời điểm đó, và mọi người tin rằng đây là chính sách mới được khai sáng của Fed. Bộ trưởng Tài chính George Humphrey khoe khoang vào năm 1955 rằng:

Trong hai năm chín tháng vừa qua, giá trị của đồng đô la chỉ thay đổi một nửa của một xu. Chúng tôi đã ngăn chặn hoàn toàn bàn tay lạm phát chạm vào khoản tiết kiệm của bạn.

Chúng tôi coi lạm phát là một kẻ thù chung tồi tệ nhất. Nhưng chúng tôi cũng không do dự nới lỏng hay siết chặt cơ sở tín dụng khi cần thiết. Toàn bộ chính sách tiền tệ đã được thực thi hiệu quả hơn bao giờ hết để đáp ứng nhu cầu tự nhiên. Điều này đã được thực hiện bằng cách sử dụng kịp thời chính sách tiền tệ và tín dụng; bằng cách trả lại cho công chúng sức mua thông qua việc cắt giảm thuế lớn nhất trong lịch sử quốc gia; bằng cách cắt giảm chi tiêu của Chính phủ; bằng cách khuyến khích xây dựng các công trình và nhà cửa, cũng như những cải tiến cần thiết đúng lúc.

Một cái gì đó tương tự với bối cảnh "bàn tay quyền lực" trong những năm 1900, ý tưởng cho rằng nhu cầu về cổ phiếu đủ ổn định để ngăn chặn bất kỳ sự suy thoái nào, đã xuất hiện vào những năm 1950. Tờ Newsweek viết vào năm 1955 như sau:

Nhiều người thuộc giới tài chính thích nghĩ rằng quốc gia này đã phát triển một "chủ nghĩa tư bản mới" với một nền tảng rộng chưa từng có. Khoảng 7,5 triệu người nắm giữ cổ phiếu của các công ty đại chúng, so với 6,5 triệu người vào ba năm trước. Nhờ khả năng giúp nhà đầu tư nhỏ có cơ hội phân tán rủi ro của mình, tài sản của các quỹ tương hỗ đã tăng vọt từ 1,3 tỷ đô la năm 1946 lên 7,2 tỷ đô la. Hàng ngàn công nhân đã trở thành chủ sở hữu của các công ty mà họ làm việc thông qua kế hoạch mua cổ phiếu nhân viên.

Tất cả điều này có thể không trở thành sự đảm bảo tuyệt đối chống lại một sự kiện như năm 1929, nhưng hầu hết các chuyên gia đều tự tin rằng xu hướng này sẽ còn tiếp diễn trong nhiều năm.

Ý tưởng mà Irving Fisher đưa ra vào những năm 1920 như một lý do cho sự lạc quan, rằng các doanh nghiệp có thể lập kế hoạch tốt hơn cho tương lai, lại nổi lên như một ý tưởng mới trong những năm 1950: "Thái độ mới của các doanh nghiệp hứa hẹn tránh được các khủng hoảng trầm trọng trong tương lai. Các công ty kinh doanh ngày nay lập các kế hoạch dài hạn và dường như ít bị ảnh hưởng bởi những biến động ngắn hạn trong hoạt động hơn so với trước đây".

Thế hệ Baby Boom được coi là một yếu tố quan trọng khác thúc đẩy sự thịnh vượng và thị trường, bởi vì mọi người cần phải chi tiền cho em bé của họ (chính họ cũng như đứa trẻ trưởng thành, mặc dù sinh ít con hơn, giờ họ được coi là đang đẩy giá cổ phiếu lên cao khi tiết kiệm cho giai đoạn nghỉ hưu của mình): "Chính sự bùng nổ trong số lượng trẻ sơ sinh tính đến hiện giờ khiến cho 'kỷ nguyên mới' gần nhất khác với kỷ nguyên trước đó. Các gia đình đang ngày một phát triển. Đường xá được nâng cấp và giá cả ô tô hợp lý đang mở rộng đến vùng nông thôn. Người ta có mong muốn mạnh mẽ hướng tới cuộc sống ở ngoại ô và những ngôi nhà có ba hoặc bốn phòng ngủ thay vì một hoặc hai".

Sự gia tăng trong việc sử dụng tín dụng tiêu dùng cũng được nêu ra vào những năm 1920, như một lý do để mong đợi sự thịnh vượng: "Theo ý kiến của một cá nhân có ảnh hưởng của Washington, sự sẵn lòng tiêu trước trả sau tạo thành một 'cuộc cách mạng tiêu dùng'... Bằng việc tiêu tiền, tầng lớp trung lưu muốn dần được nâng cấp lên".

Với việc bầu cử John Kennedy làm tổng thống vào năm 1960, và ông là người ủng hộ các biện pháp kích thích kinh tế, người ta thường nghĩ rằng nền kinh tế phải đang vận hành rất tốt. Kennedy đã truyền đi niềm tin bắt đầu bằng thông điệp Liên bang (*bài phát biểu mà tổng thống dành cho Quốc hội hàng năm về những thành tựu và kế hoạch của chính phủ – chú thích của người dịch*) vào năm 1961. Ông được xem là người thể

hiện tầm nhìn và sự lạc quan, và ông đã trở thành một biểu tượng kịch tính cho tầm nhìn đó bằng cách đưa ra lời hứa trong một thông điệp đặc biệt gửi tới Quốc hội vào tháng 5 năm 1961 rằng Hoa Kỳ sẽ đưa người lên mặt trăng trước năm 1970. Người Mỹ kỳ vọng thành tựu như vậy sẽ được ghi nhớ trong nhiều thế kỷ, đánh dấu lần đầu tiên loài người thoát khỏi hành tinh nguồn của mình. Kennedy được xem là hiện thân của sự lạc quan quốc gia và sức mạnh của thị trường chứng khoán: "Phố Wall có một mô tả đơn giản về sức mạnh phi thường của giá cổ phiếu là 'Thị trường Kennedy'". Sự tự tin lấy cảm hứng từ chương trình kinh tế của Kennedy khiến người khác kết luận rằng đất nước đang bước vào một "nền kinh tế mới", trong đó "các doanh nhân có thể tận hưởng sự thịnh vượng liên tục không hạn định một cách hợp lý" và rằng có "nhiều lý do để tin tưởng" vào chính sách tiền tệ hơn so với trước đây. Các sáng kiến của Kennedy được mở rộng dưới chương trình "Xã hội vĩ đại" của người kế nhiệm của ông, Lyndon Johnson, bắt đầu vào năm 1964; bộ chương trình Johnson đặt ra có mục tiêu chính không gì khác hơn ngoài chấm dứt nghèo đói và sa sút thành thị.

Vào những năm 1960, lý thuyết cho rằng thị trường chứng khoán là "khoản đầu tư tốt nhất" rất nổi bật: "Các nhà đầu tư cảm thấy cổ phiếu là phương tiện đầu tư tốt nhất, như một hàng rào chống lại lạm phát có thể xảy ra, một phương tiện dự phần vào sự tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp". "Các nhà đầu tư dường như đặt cược rằng lạm phát sẽ đi kèm với sự phục hồi của cổ phiếu và các cổ phiếu phổ thông, ngay cả ở mức giá hiện tại, đại diện cho hàng rào duy nhất thực sự". Vào thời đó, nhà đầu tư tin rằng khi lạm phát nổ ra, thị trường chứng khoán sẽ đi lên, thay vì đi xuống. Đó là suy nghĩ phổ biến lúc này, do vậy triển vọng của lạm phát là một lý do để sở hữu cổ phiếu. Có những lo ngại vào đầu những năm 1960 rằng, mặc dù hầu như không có lạm phát, các chương trình kinh tế của Kennedy Johnson có thể trở thành nguyên nhân gây lạm phát.

Một yếu tố đáng kể đằng sau đỉnh cao thị trường của thập niên 1960 là chỉ số Dow chạm mốc 1.000 điểm. Lối tiếp cận rằng một cột mốc mới

gồm bốn chữ số của chỉ số Dow sẽ có tác động đến trí tưởng tượng của công chúng có vẻ ngớ ngẩn. Tuy vậy, do không có bất kỳ cơ sở vững chắc nào khác để định giá thị trường, mức độ tùy tiện như trên cung cấp một chiếc neo vững chắc cho kỳ vọng của mọi người.

Ngay cả trước khi chỉ số Dow gần đạt 1.000, báo chí vẫn đếm các mốc quan trọng. Một bài báo đăng trên Business Week vào năm 1965 đã ghi nhận, "Giống như giới hạn của cuộc thi chạy nước rút trong bốn phút, các rào cản tâm lý được tạo ra là để phá vỡ. Ở Phố Wall cũng chẳng kém gì, mốc 900 'ma thuật' của chỉ số Dow (cũng như mốc 600, 700 và 800 trước đó) sớm hay muộn cũng sụp đổ". Newsweek viết rằng rào cản 900 đã chạm "mức độ gần như huyền thoại trong tâm trí của các nhà quan sát". Khi cột mốc 1.000 lờ mờ xuất hiện, tờ Time viết như sau vào năm 1966, "Vào cuối tuần, chỉ số Dow đã đạt mốc 986,13, chỉ còn 14 điểm nữa để chạm mức 1000 điểm mà phố coi là con số thần bí. Mặc dù con số đó có thể còn bí ẩn hơn cả ý nghĩa, ngày diễn ra đột phá sẽ xuất hiện trong sách lịch sử trong nhiều thập kỷ, hoặc thậm chí là hàng thế kỷ tới, và ngày đó không còn xa nữa". Thị trường dường như đã chạy nước rút đến gần mức 1.000, nhưng còn lâu mới vượt qua con số huyền bí ấy. Mặc dù khi ấy chỉ số Dow không được cập nhật theo từng phút, cuối cùng nó đã tăng lên trên 1.000 điểm (nếu được tính bằng mức cao trong ngày) vào tháng 1 năm 1966. Mãi đến năm 1972, trước thềm sự sụp đổ thị trường chứng khoán, chỉ số Dow đóng cửa trên 1.000 và giữ ở mức này trong một thời gian ngắn.

Chỉ số Dow không tăng mạnh trên mức 1.000 cho đến năm 1982. Tuy nhiên, nếu tính theo giá trị thực, chỉ số Dow không tăng trên mức cao nhất của năm 1966, mà chỉ ở trên mức đó sau 26 năm, tức tháng 1 năm 1992. Giai đoạn từ tháng 1 năm 1966 tới tháng 1 năm 1992 là một giai đoạn cho kết quả đầu tư rất thấp, hạn chế thu nhập từ cổ tức mà không có lãi vốn; lợi nhuận thị trường chứng khoán thực trung bình hàng năm chỉ đạt 4,1% mỗi năm. Đây là những dấu hiệu phù hợp với quan niệm rằng thị trường theo một nghĩa nào đó "đạt đến" gần mức 1.000 vào năm 1966, và định giá trở nên tương đối cao.

Tư duy kỷ nguyên mới trong thị trường giá lên của những năm 1990

Tôi đã mô tả một số tư duy kỷ nguyên mới đặc trưng cho những năm 1990 trong Chương 4. Ở đây tôi chỉ thực hiện một vài quan sát bổ sung và sau đó đối chiếu tư duy kỷ nguyên mới của Bùng nổ Thiên niên kỷ và Bùng nổ Xã hội Sở hữu. Như với tất cả các đợt bùng nổ chính của thị trường chứng khoán, có những biên tập viên trong những năm 1990 đã đưa ra những lý thuyết thời đại mới để biện minh cho thị trường. Michael Mandel viết cho tờ Business Week vào năm 1996 trong một bài báo có tựa đề "Chiến thắng của nền kinh tế mới", đã liệt kê năm lý do cho niềm tin của ông rằng thị trường không điên rồ: toàn cầu hóa gia tăng, sự bùng nổ của ngành công nghệ cao, lạm phát vừa phải, lãi suất giảm và lợi nhuận tăng.

Một lý thuyết nổi bật trong thời kỳ bùng nổ này là lạm phát thấp tạo ra triển vọng thị trường mạnh mẽ. Trong những năm 1990, các lý thuyết về lạm phát chi phối thảo luận về triển vọng thị trường giống như những năm 1960, nhưng bây giờ lý thuyết thịnh hành đã bị đảo ngược. Vào những năm 1990, người ta đã nghĩ rằng nếu lạm phát nổ ra, thị trường sẽ đi xuống chứ không phải đi lên. Ý tưởng rằng thị trường chứng khoán là khoản đầu tư tốt bởi vì nó là hàng rào chống lạm phát (nghĩa là thị trường sẽ đi lên khi lạm phát bùng nổ) đã chết.

Tại sao những người trong thập niên 1990 nghĩ rằng lạm phát sẽ đẩy thị trường đi xuống, trong khi vào những năm 1960 họ nghĩ rằng nó sẽ đẩy thị trường lên? Ở những năm 1990, các nhà đầu tư có thể đã phản ứng với những báo cáo được xuất bản bởi các nhà kinh tế cho thấy các nền kinh tế vận hành kém hơn trong những đợt đổ vỡ đột ngột với lạm phát rất cao. Trên thực tế, những nghiên cứu này không cho thấy nhiều ối quan hệ giữa lạm phát vừa phải hoặc lạm phát dài hạn và hiệu quả ıa nền kinh tế thực; trong phạm vi có liên quan, họ sẽ cho rằng lý thuyết ıời kỳ những năm 1960 là đúng, rằng giá trị thực của thị trường chứng hoán phải tương đối miễn dịch với tin tức về lạm phát và thị trường

chứng khoán nên dịch chuyển theo giá tiêu dùng, chứ không phải chống lại chúng. Nhiều khả năng, những người trong thập niên 1990 đã phản ứng với thực tế rằng thị trường chứng khoán trong những năm đó đi ngược lại lạm phát, thay vì đi cùng với lạm phát.

Nhiều chủ đề tương tự xuất hiện vào những thập niên1920, 1950 và 1960 sau khi bùng nổ thị trường chứng khoán lặp lại vào thập niên 1990.

Trong cuốn sách *The Death of Inflation* (Tạm dịch Cái chết của lạm phát) xuất bản vào năm 1998, tác giả Roger Bootle đã lập luận rằng trong "kỷ nguyên gây lạm phát", "tư bản chủ nghĩa được kiểm soát" và các công đoàn mạnh đã tạo ra một vòng xoáy lạm phát, nay dần khép lại. Trong "chủ nghĩa tư bản được kiểm soát", "giá cả được quyết định chủ quan, chứ không phải do sự tương tác giữa cung và cầu từ các cá nhân". Bấy giờ, Bootle tuyên bố, chúng ta đang bước vào "kỷ nguyên zero", do chủ nghĩa tư bản toàn cầu, tư nhân hóa và suy tàn của các công đoàn đem lại, tất cả đều khiến cho giá cả không thể được quyết định bởi ủy ban.

Steven Weber, với bài viết vào năm 1997 có nhan đề "Sự kết thúc của chu kỳ doanh nghiệp" trong tạp chí chính sách công Foreign Affairs cho rằng rủi ro kinh tế vĩ mô bấy giờ thấp hơn: "Sự thay đổi trong công nghệ, ý tưởng, thị trường lao động và tài chính, cùng với sản xuất và tiêu dùng toàn cầu hóa, đã làm giảm tính biến động của hoạt động kinh tế trong thế giới công nghiệp hóa. Từ những lý do thực nghiệm lẫn lý thuyết trong các nền kinh tế tiên tiến, làn sóng của chu kỳ doanh nghiệp có thể trở nên giống gợn sóng lăn tăn hơn". Weber trình bày nhiều lập luận nghe rất hợp lý. Chẳng hạn, ông lưu ý rằng nền kinh tế đã bị chi phối bởi ngành dịch vụ theo cách khác so với ba mươi năm trước, và ông chỉ ra rằng việc làm thuộc lĩnh vực dịch vụ luôn ổn định hơn sản xuất công nghiệp.

Các thuật ngữ thu hẹp và tái cấu trúc của cuộc cách mạng quản lý trong những năm 1980 về sau được cho là lý do quan trọng cho sự tăng trưởng lợi nhuận kể từ năm 1982. Một số người vẫn còn giữ nguồn tăng trưởng lợi nhuận này trong tâm trí đến ngày nay. Tuy nhiên, cũng có sự hoài nghi đáng kể về các cuộc cách mạng quản lý này, như được minh họa bởi truyện

tranh Dilbert, nơi tập trung vào các xung đột quản lý lao động nhỏ nhặt trong nền kinh tế thời đại mới.

Các số liệu thống kê về tăng trưởng năng suất lao động đã cho thấy mức tăng ấn tượng ở Hoa Kỳ vào cuối những năm 1990. Điều này đã giúp xác nhận suy nghĩ của nhiều người về những lợi thế mà Internet và các hình thức công nghệ cao mới khác mang lại cho nền kinh tế, đồng thời được coi là minh chứng cho sự đánh giá cao của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, tăng trưởng năng suất cao vào cuối những năm 1990 là một phần do lỗi dữ liệu: Cục thống kê lao động Hoa Kỳ đã điều chỉnh số liệu tăng trưởng giai đoạn 1998-2000 giảm đáng kể vào năm 2001, ngay sau khi thị trường chứng khoán bùng nổ. Hơn thế nữa, ngay cả khi con số tăng trưởng năng suất thực sự tốt, mọi người đã suy diễn quá nhiều từ chúng. Số liệu trở thành một lời biện minh cho tâm lý ngưỡng mộ Internet, trong khi thực tế sự tăng trưởng năng suất sau đó không liên quan gì đến Internet vốn còn non trẻ và chưa phải là một yếu tố quan trọng trong nền kinh tế nói chung. Thậm chí, mọi người đã không nhận ra mối quan hệ lịch sử giữa tăng trưởng năng suất và tăng trưởng thị trường chứng khoán thực sự là bao nhiêu. Tăng trưởng năng suất không phải là một lý do để kỳ vọng thị trường chứng khoán cũng sẽ đi lên tốt. Nhưng câu chuyện vào những năm 1990 rằng sự tăng trưởng năng suất như báo cáo đã chứng minh và giải thích cho sự tăng giá ngoạn mục của thị trường chứng khoán là quá đẹp đến nỗi những người ủng hộ thị trường chứng khoán và các phương tiện truyền thông không thể bỏ qua.

Cần lưu ý rằng không phải tất cả các câu chuyện trên các phương tiện truyền thông trong những năm 1990 đều nghiêng về tư duy thời đại mới hơn so với các câu chuyện của các thời kỳ định giá cao trước đó. Tôi không thể tìm thấy những bài báo vào những năm 1990 nào thể hiện sự lạc quan đến ngạt thở và xuất hiện khắp nơi như một số bài báo vào năm 1901 hoặc 1929. Và mặc dù có nhiều sự lạc quan trên các phương tiện truyền thông vào những năm 1990, đó thường là vấn đề thuộc giả định nền tảng hơn là khẳng định táo bạo. Dường như đã có thay đổi trong thái

độ của truyền thông, còn sự lạc quan một cách cường điệu đã biến mất vào những năm 1990, như được xem là lỗi thời trong thập niên thứ hai của thế kỷ 21 ngày nay.

Nếu có chăng, nhiều tay viết những năm 1990 dường như bị ảnh hưởng nặng hơn bởi những lo ngại về định giá cao và hưng cảm đầu cơ. Trên thực tế, nhiều bài báo từ giữa đến cuối những năm 1990 tập trung vào những gì họ cho là cơn điên của các nhà đầu tư. Ví dụ, một câu chuyện đăng trên Fortune vào tháng 4 năm 1996 kể về các phóng viên phỏng vấn khách qua đường ngẫu nhiên để hỏi họ về các gợi ý đầu tư. Họ đã chặn một cảnh sát, một nhân viên pha chế tại cho Starbucks, một thợ mộc trong đội thi công biển hiệu quảng cáo và một người kiểm tra thẻ tại câu lạc bộ thể dục, xong tất cả họ đều đưa ra khuyến nghị cổ phiếu rất phong phú. Họ không thể tìm thấy một cậu bé đánh giày, nhưng dù gì thử nghiệm của họ cũng đã phản chiếu hình ảnh của nhà đầu cơ Bernard Baruch trước vụ sụp đổ năm 1929, Bernard đã phát biểu rằng rằng mình nhận được lời khuyên từ cậu bé đánh giày và diễn dịch rằng đó là dấu hiệu của sự quá mức của thị trường. Các bài báo với tựa đề sau đây đầy rẫy trên các phương tiện truyền thông: "Cơn rồ của những con bạc: Đây có phải là thị trường mà thước đo của quá khứ không còn áp dụng được?" hay "Đây là thời hoa tulip nở trên phố Wall" hay "Nói lời tạm biệt với thị trường giá xuống cuối cùng". Khả năng bùng nổ thị trường chứng khoán là một bong bóng đầu cơ chắc chắn là lực đẩy tâm trí của độc giả trong những năm 1990. Nhưng bằng chứng trên thị trường là công chúng trong những năm 1990 đã nhìn nhận những khả năng này một cách nhẹ nhàng đến bất ngờ; chúng đã bị cuốn đi nhiều hơn trong suy nghĩ thời đại mới, biểu tượng cho sự xuất hiện của thiên niên kỷ mới.

Vài tư duy kỷ nguyên mới trong bùng nổ bất động sản

Bùng nổ bất động sản được thúc đẩy bởi tư duy kỷ nguyên mới cũng giống như bùng nổ của thị trường chứng khoán. Phản hồi giá-giá (*price-to-price feedback*) có thể là động lực chính của bùng nổ bất động sản, nhưng

câu chuyện thời đại mới cũng đóng góp vào hoặc có thể xuất hiện như một phần của phản hồi. Như chúng ta đã lưu ý, bùng nổ trên diện quốc gia ở các nước lớn dường như là một điều mới, nhưng có rất nhiều ví dụ từ lâu về sự bùng nổ bất động sản theo khu vực, và chúng có những câu chuyện thời đại mới theo khu vực của mình.

Một đợt bùng nổ bất động sản bao trùm một khu vực rộng lớn của California đã xảy ra vào những năm 1880, đạt đỉnh điểm vào năm 1887. Đợt bùng nổ này chủ yếu nằm ở Los Angeles, San Diego và Santa Barbara, thời bấy giờ là những khu vực dân cư thưa thớt và có ý nghĩa đối với Hoa Kỳ nói chung. Đợt bùng nổ này dường như đã được liên kết với sự phát triển nhanh chóng của ngành đường sắt, nhờ có đường sắt mà phần lớn vùng đất này trở nên dễ tiếp cận hơn. Đợt bùng nổ rõ ràng đã được thúc đẩy bởi cuộc chiến giá cả giữa hai hãng đường sắt Santa Fe và Union Pacific, khiến cho việc di chuyển đến và đi từ Nam California trở nên rất rẻ. Với hy vọng thu hồi vốn đầu tư, các công ty đường sắt cũng bỏ tiền quảng bá để thu hút mọi người di cư đến khu vực này bằng cách thổi phồng khí hậu tuyệt vời và tương lai rực rỡ của miền nam California. Họ đã thành công: "Los Angeles là một thành phố đông đúc, thành phố sôi động của những người quảng cáo, cả nghiệp dư và chuyên nghiệp, các khách sạn ních đầy khách thuê, giá cả tăng vọt lên trời, và ở khắp mọi nơi – trên đường phố, trên báo chí, trong nhà và câu lạc bộ – chủ đề không ngừng được bàn tán là đất đai, chính xác hơn là đất ở miền nam California". Đi sau đợt bùng nổ là vụ sụp đổ giá cả vào giai đoạn 1888-1889: "Những người đã nói về 'đất đai và khí hậu' trong hai năm qua giờ vô cùng hối hận vì thiếu cơ sở công nghiệp ổn định cho nền kinh tế miền nam California. Những công dân lo lắng đã nhìn lại sự rồ dại của họ trong năm 1887 và bắt đầu nhận ra rằng 'có lẽ chưa bao giờ có một cộng đồng hoàn toàn mất đi khả năng phán đoán về giá trị và tỉ lệ nhiều như vậy'". Câu chuyện về đợt bùng nổ của thập niên 1880 nhắc chúng ta nhớ rằng từ hơn 100 năm trước, mọi người đã lo lắng về khả năng đất đai ngày càng khan hiếm. Sự khác biệt khi đó chỉ là câu chuyện không lan rộng ra toàn

quốc. Khi đó California có những hoàn cảnh làm cho nó trở nên khác biệt, và dường như không ai nghĩ rằng bùng nổ sẽ lan rộng ra toàn quốc.

Đầu thế kỷ 20, một bong bóng giá nhà đáng chú ý khác đã xảy ra ở Florida, đặc biệt là khu vực Miami, đạt đỉnh điểm vào năm 1925. Nó dường như được thúc đẩy bởi câu chuyện kỷ nguyên mới rằng sau Thế chiến thứ I, dân mới giàu và mới mua sắm ô tô do đại thắng từ thời kỳ Những năm tháng Huy hoàng (*Roaring Twenties*) vừa phát hiện ra khả năng họ có thể chuyển đến Florida vào mùa đông để tránh lạnh, do đó đất vùng này được bán rất nhanh. Những người tin vào câu chuyện này có thể cảm thấy cần phải mua đất gấp. Một yếu tố khác thúc đẩy bong bóng này là hiến pháp Florida sửa đổi vào năm 1924 cấm thuế thu nhập và thuế thừa kế, một yếu tố khuyến khích những người về hưu giàu có chuyển đến sống tại bang Florida, cũng như chiến dịch quảng cáo rộng rãi của Phòng thương mại thành phố Miami. Ngoài ra còn có câu chuyện dành cho những người thích vui chơi, kể về "lối sống mang chất Florida" với tụ điểm ăn chơi và sòng bạc. Thực tế là nhiều người nổi tiếng đã đến sống tại khu vực này, bao gồm cả ông trùm mafia Al Capone, đã khiến cho câu chuyện này trở gây chú ý cũng như đáng tin cậy. Bong bóng này nổi tiếng với các "binder boys", những người thuyết phục người có tiềm năng trở thành người mua nhà trên khắp đất nước trả một khoản tiền cọc để mua đất Florida, và sau đó binder boys có thể bán lại cam kết đặt cọc. Bong bóng đã kết thúc đột ngột sau cơn bão năm 1926 nhắc nhở mọi người về một số nguy cơ ở Florida, và khi các tờ báo trên khắp đất nước "rọi đèn" vào bong bóng và kiếm lại câu chuyện về những người cả tin đã bị thuyết phục mua mảnh đất mà họ chưa từng nhìn thấy, để rồi cuối cùng khám phá ra là mảnh đất đó hoàn toàn không có giá trị sử dụng, thậm chí có người còn mua phải mảnh đất nằm dưới nước.

Giống như đợt bùng nổ đất đai những năm 1880 ở miền nam California, sự bùng nổ của Florida vào năm 1925 chỉ giới hạn trong một khu vực. Có những câu chuyện khiến mọi người thực sự phấn khích, nhưng những câu chuyện này không thể lan rộng ra toàn quốc.

Trong những thập niên cuối của thế kỷ 20, chúng ta bắt đầu thấy bùng nổ bất động sản khu vực khá mạnh ở Hoa Kỳ, cũng như ở các quốc gia khác, và những đợt bùng nổ này bao trùm một phần đủ lớn của toàn quốc đến nỗi có thể bắt đầu ảnh hưởng đến chỉ số giá nhà quốc gia. Nguyên nhân của những chuyển động này khó nhìn thấy hơn. Trong những thập niên cuối của thế kỷ 20, các đợt bùng nổ dường như đã mở rộng hơn về phạm vi địa lý và gắn liền với sự cảm tính rộng lớn hơn, các vấn đề chính trị hoặc các vấn đề về nền tảng kinh tế (*những hoạt động kinh tế mà sự tăng trưởng và phát triển của chúng được coi là đóng vai trò quyết định đối với sự tăng trưởng kinh tế – chú thích của người dịch*) của khu vực.

Tại Hoa Kỳ, hai đợt bùng nổ giá nhà chính trong khu vực có đủ sức ảnh hưởng đến chỉ số giá nhà quốc gia được thể hiện trong Hình 3.1 chính là bùng nổ ở California vào giai đoạn 1975-1980 và bùng nổ ở vùng đông bắc Hoa Kỳ vào giai đoạn 1984-1988, và dần lan đến California vào giai đoạn 1986-1989.

Giá nhà thực (được điều chỉnh theo lạm phát) ở toàn bang California đã tăng 60% từ năm 1975 đến năm 1980, trước khi giảm vào giữa những năm 1980. Một yếu tố thúc đẩy đợt bùng nổ này là sự xuất hiện tương đối bất ngờ của một phong trào chính trị thúc đẩy lợi ích môi trường ở California, phòng trào này đã tạo ra luật quy hoạch nghiêm ngặt hơn và hạn chế xây dựng. California đã phát triển với rất ít hạn chế về quy hoạch, nhưng bắt đầu từ khoảng những năm 1960, người dân California đã cùng nhau quyết định phải làm gì đó để thay đổi tình trạng này. Hệ quả là làm cho California vào khoảng những năm 1970 trở thành một trong những nơi xây dựng nhà mới khó khăn nhất cả nước.

Thay đổi chính trị này đã giới hạn nguồn cung nhà mới, do đó chiếc van an toàn đã khiến việc tăng giá không còn tiếp tục có hiệu lực nữa. Điều này được một số nhà phê bình coi là chiến thắng cho những người-đã-có so với những người-không-có, những người đã sở hữu nhà so với những người không có nhà. Chiến thắng này đã được đánh giá cao và dùng để tăng giá trị của các ngôi nhà hiện hữu.

Một yếu tố khác thúc đẩy bong bóng này là Dự luật 13, một cuộc trưng cầu dân ý vào tháng 6 năm 1978 đã tạo ra một sự thay đổi trong hiến pháp California, theo đó ngay lập tức có hiệu lực cắt giảm hơn một nửa thuế tài sản và đảm bảo rằng thuế tài sản sẽ vẫn giữ ở mức thấp hơn. Đây là một động thái chính trị khác được xem là tăng giá trị tài sản bằng cách cắt giảm thuế đánh trên nó. Việc các cử tri đã thông qua Dự luật 13 bất chấp những cảnh báo nghiêm trọng về hậu quả của việc thu thuế thấp hơn từ các nhân vật chính trị uy tín được coi là điềm báo của một kỷ nguyên kinh tế mới.

Cả việc nâng tiêu chuẩn quy hoạch lẫn Dự luật 13 đều là tín hiệu của một kỷ nguyên mới khi quyền sở hữu cá nhân hiện tại sẽ được tôn trọng hơn và khoản đầu tư bất động sản sẽ trở nên có giá trị hơn. Đó là một trong những khởi đầu của Xã hội Sở hữu. Khởi đầu ấy, cùng với cuộc bầu cử Margaret Thatcher ở Vương quốc Anh, đã thúc đẩy sự nghiệp của thống đốc bang California Ronald Reagan, ông sớm trở thành tổng thống Hoa Kỳ dựa trên thông điệp mới của mình mà về sau lan rộng ra nhiều nơi trên thế giới.

Tuy nhiên, người ta tự hỏi làm thế nào sự bùng nổ của California những năm 1970 có thể xảy ra vào thời điểm đó, biết rằng khi ấy, lãi suất vay thế chấp đang lập mức cao kỷ lục mới, lên đến hơn 10% vào năm 1978, đây cũng là thời gian giá nhà tăng nhanh nhất. Lãi suất thế chấp cao như vậy hầu như chắc chắn sẽ có tác dụng xì bớt bong bóng, bởi vì người mua nhà sẽ phải thanh toán thế chấp rất lớn nếu họ mua một ngôi nhà đắt tiền. Vào năm 1978, với mức lãi suất cao như vậy, việc mua một ngôi nhà trị giá bốn năm thu nhập sẽ dẫn đến việc tiền lãi hàng tháng lên tới hơn 40% thu nhập, do đó khó lòng hầu hết các gia đình đáp ứng nổi. Nhưng sự bùng nổ này xua tan mọi quan niệm rằng sự bùng nổ bất động sản luôn bị ngăn chặn bởi lãi suất cao.

Một trong những lý giải để điều khó khăn này có thể xảy ra vào những năm 1970 là các chủ nhà do không bằng lòng với lãi suất cao đã sử dụng quy trình chính trị để thách thức các điều khoản bán giảm giá trong các khoản thế chấp với lãi suất thấp hơn và do đó tránh phải trả lãi

suất cao hơn. Trong đợt bùng nổ những năm 1970 và một vài năm sau đó, các khoản thế chấp có thể chuyển đổi đã che chắn thị trường nhà đất khỏi tác động của lãi suất cao. Ngoài ra, vào cuối những năm 1970, một tổ chức mới có tên là "cấp vốn sáng tạo" xuất hiện và phát triển thịnh vượng.

Điều này dẫn đến đợt bùng nổ bất động sản trên diện khu vực đầu tiên của Hoa Kỳ đủ lớn để có tác động thực sự đến chỉ số giá nhà quốc gia. Nó đã bị gián đoạn bởi những cuộc suy thoái nghiêm trọng vào đầu thập niên 1980.

Một đợt bùng nổ giá nhà khác xuất hiện ở đông bắc Hoa Kỳ vào giữa những năm 1980 với tâm chấn ở Boston. Chỉ riêng năm 1985, giá nhà tại khu vực đô thị Boston đã tăng 38%.

Thật khó để xác định bất kỳ yếu tố địa phương nào giải thích đợt bùng nổ bất động sản Boston. Trong một nghiên cứu năm 1986, Karl Case đã xem xét tất cả các yếu tố cơ bản có thể thúc đẩy sự bùng nổ giá nhà ở Boston và kết luận rằng không có gì thay đổi nhiều ở Boston trong những năm này: "Trong khi nền kinh tế đang khỏe mạnh và thu nhập đang tăng trưởng, các 'yếu tố cơ bản' của thị trường dường như không đưa ra một lời giải thích thỏa đáng cho sự tăng giá nhà rất nhanh tại khu vực Boston kể từ năm 1983".

Lãi suất thấp thường bị các phương tiện truyền thông quy trách nhiệm tạo nên đợt bùng nổ. Thật vậy, lãi suất cuối thập niên 1980 thấp hơn so với đầu thập niên 1980. Nhưng lãi suất thấp hơn không thể trực tiếp giải thích cho đợt bùng nổ ở Boston, vì bùng nổ chỉ diễn ra trong khu vực không phải trên toàn quốc, trong khi lãi suất thấp áp dụng cho cả nước. Điều tốt nhất chúng ta có thể nói về lãi suất thấp như một yếu tố dẫn đến bùng nổ tại Boston là chúng cho người vay nhiều quyền hơn, làm giảm các rào cản đối với bong bóng do yếu tố khác thúc đẩy. Nhân tiện, so với thời kỳ bùng nổ của thập niên 1980, lãi suất thế chấp thậm chí còn thấp hơn vào giữa những năm 1990, khi giá ở Boston đang giảm.

Bùng nổ giá nhà đáng chú ý ở Boston vào giữa những năm 1980 cũng có một câu chuyện kỷ nguyên mới liên quan đến nó, nhưng một

lần nữa không phải là câu chuyện mới đột ngột xuất hiện. Đúng là vào những năm 1980, Boston nổi lên như một thế lực công nghệ cao, nhưng rõ ràng thành phố đã là vậy trong nhiều thập kỷ. Tuy nhiên, có vẻ như một câu chuyện về Boston là trung tâm công nghệ cao mới nổi lại có tiềm năng truyền miệng rất dễ lây lan. Cuộc cách mạng máy tính cá nhân vừa đặt chiếc máy tính lên bàn của mọi người sẽ làm tăng sự lan truyền của bất kỳ câu chuyện nào liên quan đến máy tính. Các doanh nghiệp Wang Laboratories, Digital Equipment Company, Data General Corporation, và Lotus Corporation đã biến Boston thành một trung tâm máy tính mang tầm thế giới.

Điều quan trọng nhất đối với sự lan truyền là cách câu chuyện được nhìn nhận bởi những người sống tại Boston, những người đã mua bất động sản tại đó. Người dân địa phương đã nhìn thấy việc xây dựng trụ sở mới của Tập đoàn Lotus vào năm 1985 ở Đông Cambridge và sự bùng nổ xây dựng dọc theo Đường 128. Một câu chuyện dấy rộ lên rằng Boston là đối thủ của Thung lũng Silicon ở California. Boston thậm chí sẽ đánh bại Thung lũng Silicon. Một quan sát viên ở Boston đã nhận xét vào năm 1985: "Boston có gốc rễ lịch sử và văn hóa vĩ đại, định hình nên thế giới quan của con người ở đây. Trước khi thung lũng Silicon trở thành Thung lũng Silicon ngày nay, ở đó chả có gì ngoại trừ vườn cây". Câu chuyện pha trộn niềm tự hào địa phương với một số thông tin về ngành công nghiệp mới trong khu vực để kể một câu chuyện thời đại mới. Thành công kinh tế này được gọi là "Phép màu Massachusetts", và câu chuyện có đủ tiếng vang đến nổi Michael Dukakis, thống đốc bang Massachusetts (tiểu bang đông dân nhất của khu vực New England thuộc vùng đông bắc Hoa Kỳ – chú thích của người dịch), người đã cố lấy điểm từ đợt bùng nổ này, đã được Đảng Dân chủ đề cử vào năm 1988 để tranh cử tổng thống Hoa Kỳ.

Bản thân câu chuyện có tính hợp lý đáng kể, vì thực sự xu hướng trong những thập kỷ cuối của thế kỷ 20 là dành cho các thành phố có dân số có trình độ học vấn cao hoặc lành nghề hơn có thể tăng trưởng nhanh hơn. Yếu tố thúc đẩy sự bùng nổ Boston những năm 1980 thực

sự ảnh hưởng đáng kể giá trị cơ bản ở thành phố đó, mặc dù phản hồi được tạo ra bởi sự bùng nổ này rõ ràng đã vượt quá giá trị cơ bản, dẫn đến sự sụt giảm giá nhà trong những năm 1990. Bùng nổ thập niên 1980 ở Boston không chỉ giới hạn ở Boston, mà ở một mức độ nào đó còn bao trùm toàn bộ vùng đông bắc Hoa Kỳ. Trên thực tế, nó vượt xa phạm vi Hoa Kỳ, vì một đợt bùng nổ tương tự đã xảy ra bên kia Đại Tây Dương, ở London và các thành phố khác trên thế giới. Điều hợp lý là cùng một câu chuyện thời đại mới đã thúc đẩy Boston. Cụ thể là câu chuyện gắn liền với ý tưởng mới nổi rằng một thành phố có dân số trình độ cao sẽ có tương lai độc đáo và chỗ đứng trong thế giới, cũng có thể được chuyển sang các thành phố hoa lệ khác.

Chúng ta đã đề cập trong Chương 4, một số yếu tố xúc tác đã góp phần vào bùng nổ giá nhà kể từ cuối những năm 1990, và một số trong số này có thể được phân loại vào lý thuyết "kỷ nguyên mới". Cũng cần lưu ý rằng có một loại lý thuyết kỷ nguyên mới đang trở nên gắn liền với các bất động sản nghỉ dưỡng hoặc ngôi nhà thứ hai, có thể giải thích cho việc tăng giá nhanh chóng cho các tài sản này ở nhiều nơi trên thế giới kể từ năm 2000.

Người ta cho rằng sự ra đời của Internet, điện thoại di động và văn phòng di động đã giúp mọi người có thể ngồi làm việc từ những nơi có thể coi là hẻo lánh. Đã có một giả định rằng khi thế hệ Baby Boomers bắt đầu nghỉ hưu vào khoảng năm 2008, họ sẽ muốn rời khỏi thành phố đến những vùng đất tuyệt đẹp. Đôi khi người ta cũng nói rằng, khi mức sống tiếp tục tăng lên, ngày càng nhiều người mới giàu sẽ muốn mua nhà thứ hai ở những nơi có khung cảnh đẹp, như trước biển hoặc trên đỉnh núi, vốn dĩ đã khan hiếm, bởi vì nguồn cung các bất động sản như vậy không thể tăng lên được. Khoe khoang sự giàu có bằng cách xây dựng những ngôi nhà đầu tiên ngày một to hơn có lẽ đã trở nên ngày càng lỗi mốt. Bởi vì rất nhiều người đã làm điều này trong thời kỳ bùng nổ nhà trước khi sụp đổ sau năm 2006, nên phương án đó có thể đã bắt đầu trở nên vô nghĩa và xu hướng tương lai sẽ phải là đẹp đẽ hơn chứ không phải to lớn hơn.

Dường như cũng có vài điểm là thật trong những câu chuyện thời đại mới về ngôi nhà thứ hai. Nhưng những câu chuyện như vậy, gợi nhớ lại những câu chuyện đã thổi bong bóng đất Florida vào những năm 1920, có thể đã gia tăng sự chấp nhận trong thời bong bóng bất động sản, bởi vì phản hồi thúc đẩy giá nhà làm tăng sự lan truyền của những câu chuyện như vậy. Có một số điểm tương đồng đáng kinh ngạc giữa những câu chuyện thời đại mới vào khoảng năm 2003 hoặc 2004 về nhà nghỉ dưỡng và ngôi nhà thứ hai với những câu chuyện trong thời bong bóng Florida những năm 1920. Ví dụ, tại Florida vào năm 1925, sự bùng nổ được cho là do sự ra đời của ô tô; gần đây hơn, sự bùng nổ nhà thứ hai được cho là do sự ra đời của Internet. Trong cả hai trường hợp, một cơn sốt của những người về hưu được cho là sẽ thúc đẩy thị trường. Sụp đổ giá nhà ở một lần nữa ảnh hưởng đặc biệt đến các thị trường đó, như Florida, vốn được thúc đẩy bởi những câu chuyện thời đại mới đậm tính đầu cơ và không đáng tin cậy.

Sự kết thúc của kỷ nguyên mới

Bất chấp sự gợi ý cố hữu trong cụm từ bong bóng đầu cơ rằng có thể có một vụ nổ bong bóng đầu cơ đầy kịch tính – một vụ sụp đổ thị trường chứng khoán, và tư duy thời đại mới gắn liền với nó không biến mất hoàn toàn một cách đột ngột. Khi ngẫm lại, biết rằng giá đầu cơ chủ yếu được hình thành trong tâm trí của hàng triệu nhà đầu tư thực hiện hành vi mua và bán, không có gì đáng ngạc nhiên và thật khó để nhiều người đồng thời cập bến những thay đổi đột ngột và lâu dài trong nhận thức dài hạn của họ.

Mọi người ngày nay nhớ về vụ sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1929 như một sự kiện xảy ra trong một hoặc hai ngày. Trên thực tế, sau vụ sụp đổ đó, thị trường đã phục hồi gần như toàn bộ những gì đã mất vào đầu năm 1930. Ý nghĩa của sự kiện 1929 không phải là một ngày giảm điểm trong tháng 10, mà thực tế đó là năm đánh dấu khởi đầu của kết thúc: khởi đầu của giai đoạn ba năm đảo ngược phần lớn lợi nhuận của thị trường chứng khoán trong những năm 1920. Điều tương tự cũng

đúng với các thị trường chứng khoán giảm khác. Các sự kiện một ngày không nổi bật, ngoại trừ các biểu tượng của sự bất ổn trên thị trường.

Tôi đã lưu ý trong Chương 1 rằng giá cao của thị trường vào năm 1901 không theo sau bởi sự giảm giá tức thời hay đột ngột nào, mà là giá ngừng tăng và cuối cùng, sau hai mươi năm trôi qua, thị trường đã mất đi phần lớn giá trị thực nó từng có vào năm 1901. Sự thay đổi trải qua thời gian quá dài, phải tính bằng thế hệ, đến nỗi rất khó để tìm thấy được những bình luận về nó trên phương tiện truyền thông.

Nếu chúng ta nhìn vào giai đoạn 1920-1921, khi thị trường chứng khoán thực sự ở mức thấp nhất kể từ năm 1901, các cuộc thảo luận về thị trường tập trung vào những sai lầm; các mô tả sáng sủa về sự thịnh vượng trong tương lai được nhìn thấy vào năm 1901 đã là bóng chim tăm cá. Yếu tố lớn nhất trong hầu hết các bình luận của các trung tâm thời kỳ suy thoái năm 1920-1921 nghiêm trọng đến bất thường. Báo đài chủ yếu đưa tin về những mất mát bấy giờ của các doanh nhân và khối tài sản bị biến mất. Thay vì "cộng đồng chung lợi ích" giữ giá tiếp tục đi lên, đó là cuộc thảo luận về sự thù địch từ nông dân và người chuyên chở đối với ngành đường sắt về việc yêu cầu giảm giá của khách hàng. Việc hủy bỏ hợp đồng chính phủ sau chiến tranh thế giới được cho là bộc lộ điểm yếu trong các doanh nghiệp hiện hữu. Các điều kiện chính trị căng thẳng ở nước ngoài sau chiến tranh cũng được xem là yếu tố tiêu cực đối với nền kinh tế Hoa Kỳ. Các hành động của người short hoặc những tay săn lùng giá xuống "vô lương tâm" được xem là những ảnh hưởng tiêu cực trên thị trường, cũng như những tác động của việc tax-loss selling (*nhà đầu tư tất toán trạng thái lỗ trong tháng 12 và mua lại cổ phiếu vào tháng 1 – chú thích của người dịch*) cho mục đích thuế thu nhập.

Có một số bằng chứng cho thấy các nhà đầu tư vào năm 1921 đã học được cách không bị ảnh hưởng bởi các tuyên bố cường điệu và các kế hoạch bị thổi phồng. Một bài báo vào đăng trên tờ Saturday Saturday Post năm 1921 của Albert Atwood mô tả giá đầu cơ cao là điều thuộc về quá khứ và trích dẫn lời một nhà môi giới chứng khoán rằng "các chương

trình khuyến mãi trong vài năm qua không điên cuồng cũng không ly kỳ như thời kỳ bùng nổ năm 1900 và 1901".

Một chủ đề khác xuyên suốt các bài báo của thời kỳ này là tâm lý thị trường bằng cách nào đó thay đổi một cách bí ẩn, và tại thời điểm đó, trở nên tiêu cực không thể giải thích được. Atwood trích dẫn lời một nhân viên ngân hàng vào năm 1921 rằng: "Cả thế giới đã cùng nhau đẩy giá xuống, khi toàn thế giới đã quyết định, khi mọi người đều nghĩ như nhau và xác định rằng giá sẽ giảm, không gì có thể cưỡng lại sự chuyển động ấy".

Sự kết thúc của tư duy kỷ nguyên mới năm 1929 kịch tính hơn và trực tiếp gắn liền với cuộc Đại khủng hoảng xảy ra ngay sau đó; đến năm 1932, rõ ràng là Hoa Kỳ rơi vào khủng hoảng sâu nhất mà quốc gia này từng trải qua và dường như có bằng chứng hiển nhiên rằng kỷ nguyên mới đã kết thúc. Những người lạc quan đã và đang hướng đến một tương lai tươi sáng cho nền kinh tế đã câm nín bởi những sự kiện đi chệch khỏi dự báo của họ đến nỗi dường như họ không thể giải thích được bằng bất kỳ sự điều chỉnh thích hợp nào trong lý thuyết. Các nhà dự báo kinh tế đã chứng minh sự không chắc chắn cực độ về tương lai và các nhà quan sát hành vi người tiêu dùng cho rằng sự không chắc chắn của người tiêu dùng đã cản trở nhu cầu.

Suy thoái của những năm 1930 là thời điểm lo ngại rộng rãi rằng hệ thống kinh tế của chúng ta đang thất bại. Oscar Lange, giáo sư kinh tế của Đại học Chicago, đã viết trên Tạp chí Kinh tế Mỹ năm 1939 rằng "có một quan điểm đang ngày một phổ biến là nền kinh tế Mỹ đã mất đà bành trướng và đạt đến giai đoạn đình trệ ít nhiều thường trực".

Sự thất bại nhận thức của chủ nghĩa tư bản mở ra thời kỳ hoàng kim của Chủ nghĩa Cộng sản ở Hoa Kỳ. Với nhiều người, chủ nghĩa cộng sản dường như là làn sóng của tương lai, thậm chí là không thể tránh khỏi. Nhiều nhà văn giỏi nhất thời đại đã trở nên đồng cảm công khai với Chủ nghĩa Cộng sản trong những năm 1930, bao gồm Kenneth Burke, Erskine Caldwell, Robert Cantwell, Jack Conroy, Edward Dahlberg, John Dos Passos, James Farrell, Langston Hughes và William Saroyan.

Bằng chứng mạnh hơn về sự mất hy vọng cho nền kinh tế tư bản không được kiểm soát có thể được nhìn thấy qua sự lên ngôi của các phong trào chính trị cấp tiến ở nước ngoài. Sự trỗi dậy của chủ nghĩa phát xít ở Đức tự nó là một triệu chứng nói lên sự tuyệt vọng lan rộng đã chiếm giữ suy nghĩ của nhiều người sau năm 1929. Sự thay đổi trong suy nghĩ của công chúng Đức trong thời gian vài năm có vẻ đáng kinh ngạc, và đó là một lời nhắc nhở hữu ích về tâm trạng của công chúng có thể dễ thay đổi đến thế nào.

Sự kết thúc của tư duy kỷ nguyên mới vào năm 1965 có liên quan đến những nỗi sợ phóng đại về hậu quả của sự gia tăng dân số thế giới, cạn kiệt tài nguyên thiên nhiên và sự xuất hiện của lạm phát cao. Những nỗi sợ này đã kìm hãm tăng trưởng giá cổ phiếu và thúc đẩy tăng giá hàng hóa.

Nỗi sợ hãi lớn về dân số tăng cao bắt đầu khá đột ngột vào đầu những năm 1960. Một cuộc tìm kiếm cơ sở dữ liệu lịch sử của Thời báo Los Angeles, Thời báo New York và Washington Post để dò các bài viết có chứa từ "bùng nổ dân số". Kết quả cho thấy người ta không tìm thấy bài báo nào trong giai đoạn 1945-1949, có một bài báo trong giai đoạn 1950-1954, 169 bài trong giai đoạn 1955-1959, và 1.319 bài báo trong giai đoạn 1960-1964. Quyển sách của của Paul Ehrlich xuất bản vào năm 1968 với tựa đề *The Population Bomb* (tạm dịch là Quả bom dân số), dự đoán những vấn đề kinh tế tàn khốc sẽ xảy ra trong vòng một thập kỷ, là một triệu chứng mà cuộc thảo luận của công chúng được tạo ra bởi nỗi sợ khủng khiếp. Số lượng bài báo có dòng chữ "bùng nổ dân số" đã giảm dần sau thời kỳ đỉnh cao vào đầu thập niên 1960, xuống chỉ còn 177 vào năm 1985-1986.

Trong suốt những năm 1960, nỗi sợ lạm phát bắt đầu tái ngự trị. Chính quyền Kennedy tuyên bố rằng, việc có thể làm giảm tỉ lệ thất nghiệp thông qua nền kinh tế áp lực cao mà không có lạm phát xảy ra được coi là sai; trên thực tế, chúng ta đã bước vào thời kỳ "lạm phát đình đốn", với cả tỉ lệ thất nghiệp cao và lạm phát cao. Năm 1974, Arthur Okun, người từng là thành viên Hội đồng cố vấn kinh tế dưới thời Tổng

thống Kennedy và sau đó là chủ tịch của Hội đồng này, đã gọi nỗ lực đối với nền kinh tế áp lực cao này là "một trong những thất bại lớn nhất của phân tích kinh tế trong thời hiện đại". Lạm phát bắt đầu được coi là một lực cản triển vọng kinh tế đáng kể. Arthur Burns, Chủ tịch Hội đồng Dự trữ Liên bang, cho biết, "Không một quốc gia nào tôi biết có thể duy trì sự thịnh vượng kinh tế trên diện rộng một khi lạm phát vượt khỏi tầm kiểm soát". Mặc dù sự thật này không được hỗ trợ bởi các phân tích kinh tế, ta có một nhận thức chung rằng thông tin này đúng.

Đến đầu những năm 1980, có một cảm giác lan rộng rằng Hoa Kỳ đang mất dần tính chất trội so với Nhật Bản. Trong một bài báo của USA Today có tiêu đề "Nhật Bản chiếm lĩnh thị trường của chúng ta như thế nào", một chuyên gia được trích dẫn cho rằng, "Vấn đề duy nhất là không có ngành công nghiệp chủ đạo nào trong lịch sử, dù là ngành ô tô, ngành thép, ổ bi, ti vi, xe máy, có thể đối phó với sự tấn công dữ dội từ Nhật Bản". Bấy giờ, Nhật Bản được xem là đối thủ đặc biệt mạnh trong các lĩnh vực công nghệ cao, ở đó những thành công trong quá khứ của chúng ta luôn gắn kết với lòng tự trọng và bản sắc dân tộc.

Bùng nổ bất động sản ở California trong những năm 1970 đã bị gián đoạn, ít nhất một phần do suy thoái kinh tế nghiêm trọng nhất kể từ cuộc Đại khủng hoảng những năm 1930: cặp suy thoái gối lưng nhau vào năm 1980 và 1981-1982. Những cuộc suy thoái đã tạo ra sự sụt giảm nhỏ trong giá nhà thực ở California và thời kỳ yên tĩnh ở các thị trường cho đến khi bùng nổ trở lại vào những năm cuối thập niên 1980. Dưới đây là ví dụ về đợt bùng nổ đầu cơ tạm nghỉ một nhịp và sau đó tiếp tục với động lực thậm chí còn lớn hơn vài năm sau đó. Cuộc suy thoái song sinh và sự suy giảm giá thực vào đầu những năm 1980 đã không làm gì để cản trở những câu chuyện đã tạo ra bong bóng đầu tiên. Thật vậy, vào những năm 1980, cựu thống đốc bang California Ronald Reagan với chủ trương cắt giảm thuế thị trường tự do, khi ấy đã là tổng thống Hoa Kỳ, và nhiều người dân California không nghi ngờ gì mà tiếp tục tin rằng nền kinh tế của họ là tiên phong trên thế giới.

Một cuộc suy thoái kinh tế khác xảy ra vào giai đoạn 1990-1991, và cuộc suy thoái này đã đặt dấu chấm hết cho bùng nổ bất động sản những năm 1980. Lần này, giá giảm rất nghiêm trọng. Tại Los Angeles, sau khi đạt đỉnh vào cuối năm 1989, giá nhà thực tế đã giảm 41% vào năm 1997. Tuy nhiên, việc suy thoái kinh tế gây ra kết thúc của sự bùng nổ là không rõ ràng. Giá giảm ở Boston bắt đầu vào năm 1988, hai năm trước khi suy thoái. Giá giảm ở Los Angeles bắt đầu vào năm 1990, trước suy thoái, và không kết thúc cho đến khi suy thoái một thời gian dài. Cuộc suy thoái kéo dài lâu hơn ở California, được đo bằng số lượng việc làm, nhưng thật khó để nói liệu đó có phải là nguyên nhân ngoại sinh của việc giảm giá hay là do chúng gây ra. Một lần nữa, sự thay đổi trong suy nghĩ đại diện cho sự kết thúc của kỷ nguyên mới không liên kết rõ ràng với bất kỳ yếu tố xúc tác nào, nhưng có liên quan nhiều hơn đến phản hồi từ chính biến động giá.

Bất kỳ lời giải thích nào về sự kết thúc của bong bóng thị trường chứng khoán vào năm 2000 đều phải đối mặt với những điểm khác biệt về thị trường chứng khoán khi so sánh với thị trường nhà đất, vốn tiếp tục nở rộ trong nhiều năm sau khi thị trường chứng khoán sụp đổ.

Suy thoái kinh tế năm 2001 là một phần lý do khiến thu nhập doanh nghiệp giảm mạnh vào năm 2001, điều này tất nhiên ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán, chứ không phải thị trường nhà đất. Tại Hoa Kỳ, các khu vực đô thị lớn duy nhất bị giảm giá nhà trong khoảng thời gian từ năm 2000 đến năm 2001 là những khu vực gần trung tâm công nghệ của Thung lũng Silicon tức San Jose và San Francisco.

Về mặt lịch sử, các cổ phiếu hàng đầu năm 2000 là các cổ phiếu Internet hoặc dot-com. Sự suy giảm của các cổ phiếu này từ mức đỉnh của chúng vào tháng 3 năm 2000 là vô cùng bất ngờ. Chỉ số Dow đạt mức cao nhất mọi thời đại vào ngày 9 tháng 3 năm 2000. Trong hơn một tháng, vào ngày 14 tháng 4, nó đã mất hơn một nửa giá trị của nó. Điều gì đã xảy ra trong khoảng thời gian dài một tháng đó? Ngoại trừ giá giảm, không có gì quá ấn tượng, đến mức mọi người phải nhớ, có thể làm giảm triển vọng của các cổ phiếu này xuống một nửa trong một thời gian ngắn như vậy.

Trong một bài báo trên tờ Thời báo Tài chính ngày 29 tháng 4 năm 2000, cách giải thích được đưa ra là: "Người dân bắt đầu nhận ra rằng các thông số cơ bản vẫn còn đúng và việc chỉ thêm vào yếu tố dotcom (vào tên công ty) chẳng có giá trị nào khác." Đó chính là nội dung của bài báo: một sự công nhận, không phải là một câu chuyện tin tức mới. Niềm đam mê với các cổ phiếu Internet đột nhiên xuất hiện là một mốt ngớ ngẩn, nói đúng hơn là đáng xấu hổ. Nó về cơ bản là một sự thay đổi trong nhận thức.

Đằng sau sự thay đổi trong nhận thức của công chúng là rất nhiều cuộc nói chuyện. Theo một số câu chuyện tin tức từ Lexis-Nexis, số lượng câu chuyện trên báo về cổ phiếu Internet đã bắt đầu tăng mạnh vào cuối năm 1999, thường báo cáo về thành công vang dội quá trình IPO (phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng), nhưng cũng thường thể hiện sự hoài nghi. Đến đầu năm 2000, số lượng câu chuyện sử dụng các từ Internet và chứng khoán đã vượt quá 1.000 mỗi tuần; con số đó lên đến đỉnh điểm vào ngày 16 tháng 4 năm 2000, với hơn 1.400 câu chuyện. Sau thời gian được truyền thông chú ý kéo dài, số lượng câu chuyện với hai từ này bắt đầu giảm dần, với thời gian bán hủy khoảng một năm.

Những câu chuyện ngay tại bước ngoặt của thị trường chứng khoán có thể đặc biệt quan trọng. Một bài báo ngày 14 tháng 3 năm 2000 trên Wall Street Journal của Jeremy J. Siegel, "Cổ phiếu công nghệ vốn hóa lớn là một hố hút tiền," đã cho thấy tỉ lệ P/E của các cổ phiếu vốn hóa thị trường lớn vượt mức 100. Trong bài viết này, Siegel khẳng định rằng lịch sử cho thấy "sự thất bại của bất kỳ cổ phiếu vốn hóa lớn nào từng được chứng minh, bằng hồ sơ tiếp theo của nó, tỉ lệ P/E ở bất cứ đâu gần 100. Lời tuyên bố này rất đáng trích dẫn và vẫn thường được trích dẫn.

Một bài báo khác đăng trên Barron's có nhan đề "Thiêu đốt" (*Burning Up*) của Jack Willoughby, đưa ra một bảng xếp hạng các công ty Internet đang thua lỗ, theo số tháng các công ty này cần để đốt hết tiền của mình. Ý tưởng của Willoughby về việc xếp hạng các công ty Internet theo cách này làm cho các vấn đề của các công ty này đột nhiên trở nên sống động và rõ ràng, và được trích dẫn rõ ràng. Bài báo của ông là một ngòi nổ dẫn đến kiểu nói chuyện hoài nghi có thể dẫn đến việc lật đổ các cổ phiếu này.

Với hàng ngàn bài báo và các bản tin truyền thông khác về các cổ phiếu xuất hiện ở thời kỳ đỉnh cao của thị trường, có rất nhiều điều mà người ta có thể đề cập là có ảnh hưởng. Trong bối cảnh này, có thể lưu ý rằng phiên bản đầu tiên của quyển *Lạc Quan Tếu* của tôi đã thấy rất nhiều bài báo ngay tại đỉnh cao của thị trường, từ cuối tháng 2 năm 2000 đến đầu tháng 4 năm 2000, của Paul Krugman trên tờ New York Times, David Henry trên tờ USA Today và John Cassidy trên tờ New Yorker, cũng như tờ The economist, Newsweek và Business Week. Tất cả những câu chuyện này, xảy ra liên tiếp vào thời điểm các cổ phiếu Internet đang sụp đổ, có thể đã làm tăng thêm ảnh hưởng của những người hoài nghi thị trường khác, với số lượng đột nhiên tăng lên.

Nhưng không có ấn phẩm nào trong số này dường như có ảnh hưởng lớn đến mức tự nó có thể phá vỡ quỹ đạo thị trường chứng khoán đang đi lên. Có lẽ một vài trong số đó có ảnh hưởng lớn hơn có vai trò trong việc kích thích đối thoại công khai dẫn đến sự thay đổi trong dư luận; có lẽ chúng đóng vai một đứa trẻ giống như một đứa trẻ ngây thơ trong câu chuyện của Hans Christian Andersen "Bộ quần áo mới của Hoàng đế", nhận xét rằng "Hoàng đế không có quần áo," cho phép mọi người thì thầm với nhau những gì đứa trẻ đã nói, cho đến khi, quan sát từng người khác, họ nhận ra rằng những người khác cũng đang nuôi dưỡng bao nhiêu nghi ngờ. Cũng có thể, sự chú ý mà những câu chuyện khác nhau này thu hút chỉ là một triệu chứng của mối nghi ngờ công khai sẽ phá vỡ bong bóng, bằng cách này hay cách khác cho dù những câu chuyện này có được viết ra hay không. Theo nghĩa đó, mối quan tâm của công chúng đối với các ấn phẩm này hầu như là một triệu chứng của một cơ chế phản hồi đang vận hành theo hướng đi xuống.

Sự sụt giảm khủng khiếp sau đó trên toàn bộ thị trường dường như có liên quan đến sự mất niềm tin về cổ phiếu nói chung trong đó cổ phiếu Internet chịu ảnh hưởng trước hết. Sự suy giảm của các cổ phiếu Internet đã trở thành một biểu tượng của sự bất ổn dần trở nên phổ biến trên khắp thị trường chứng khoán. Sự suy giảm của thị trường chứng khoán

sau năm 2000 không mở rộng sang thị trường nhà ở cùng một lúc, có lẽ một phần vì sự tương tự với cổ phiếu Internet dường như không mở rộng sang nhà ở.

Sự suy giảm của thị trường chứng khoán chắc chắn cũng liên quan đến suy thoái kinh tế năm 2001, và sự sụt giảm mạnh về thu nhập doanh nghiệp được báo cáo giữa năm 2000 và 2001. Nhưng đây không thể được coi là nguyên nhân ngoại sinh gây ra sự suy giảm trên thị trường, vì chúng có thể được coi là một phần của cơ chế phản hồi tương tự dẫn đến sự sụt giảm giá cổ phiếu. Có lẽ toàn bộ sự suy giảm trên thị trường có thể được quy cho quá trình phản hồi và điều chỉnh tự nhiên, chứ không phải bất kỳ sự kiện hoàn toàn ngoại sinh nào đối với thị trường.

Nhiều năm đã trôi qua sau thời kỳ đỉnh cao của thị trường, chúng ta đã thấy rằng dư luận đã dần dần bớt lạc quan về thị trường chứng khoán và nền kinh tế. Niềm tin của người tiêu dùng đã giảm mạnh từ mức đỉnh điểm năm 2000 xuống mức khá điển hình của những thập kỷ trước, và như chúng ta đã thấy, niềm tin vào thị trường chứng khoán cũng như khoản đầu tư giảm xuống. Đến năm 2004, trong khi thị trường vẫn ở mức cao, sự phấn khích vào cuối những năm 1990 dường như là điều rất xa vời. Nhưng sự suy giảm niềm tin về các mức bình thường hơn sau năm 2000 dường như thực sự kích thích nhu cầu về nhà ở, và trên thực tế, để củng cố đà tăng của nó. Nhớ lại rằng trong Chương 4, chúng ta đã thấy một số bằng chứng cho thấy sự không chắc chắn về việc làm đã khuyến khích mọi người đầu tư vào bất động sản, và trong Chương 5, chúng ta đã thấy rằng sự sụt giảm của thị trường chứng khoán khuyến khích mọi người nghĩ rằng bất động sản là một khoản đầu tư tốt hơn chứng khoán. Do đó, với sự giúp đỡ của phản hồi, chúng ta đã có thể có một đợt bùng nổ bất động sản ngay cả trong một nền kinh tế ít lạc quan hơn so với một vài năm trước đó. Khi những phản hồi gây ra sự thúc đẩy trong bất động sản chấm dứt và thị trường chứng khoán đã giảm mạnh sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu, chúng ta rơi vào tình trạng hậu bong bóng ở cả thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất.

Sự kết thúc của bùng nổ thị trường chứng khoán giai đoạn 2003-2007 dường như gần tương ứng với sự kết thúc của sự bùng nổ nhà ở giai đoạn 1997-2006. Trong tâm trí của chúng ta, chúng ta có thể tưởng tượng rằng cả hai đã kết thúc bởi cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra sau đó. Tuy nhiên, thực sự có một khoảng cách đáng kể giữa hai kết thúc này, và giữa kết thúc của chúng với những dấu hiệu thực sự đầu tiên của cuộc khủng hoảng tài chính. Những sự kiện này chắc chắn phải có một số mối quan hệ, nhưng nó không phải là một mối quan hệ rõ ràng. Thật vậy, ngay cả sau khi hai sự bùng nổ này đang trên đường điều chỉnh, các nhà dự báo kinh tế vẫn không thấy cuộc khủng hoảng tài chính sắp tới. Hites Ahir và Prakash Loungani của Quỹ Tiền tệ Quốc tế chỉ ra rằng trong năm 2008-2009, sáu mươi hai quốc gia đã rơi vào suy thoái, nhưng kể từ tháng 9 năm trước đó, không một cuộc suy thoái nào được dự đoán bởi các nhà phân tích kinh tế nổi tiếng theo cuộc thăm dò ý kiến của Consensus Forecasts.

Trong Chương 3 chúng ta đã ghi nhận rằng vào khoảng năm 2005, sự chú ý của công chúng đối với khái niệm bong bóng nhà ở gia tăng ở Hoa Kỳ. Thật vậy, suy nghĩ của công chúng đã thay đổi từ tư duy thời đại mới đầy quyến rũ sang suy nghĩ "Tôi thật ngốc khi tin vào điều này." Tạp chí và báo chí đã đăng ra những câu chuyện nổi bật về bong bóng nhà ở vào giữa năm 2005. Google Trends, một trang web đếm số lượng truy vấn tìm kiếm trên Internet bắt đầu từ năm 2004, cho thấy sự tăng đột biến trong các tìm kiếm với thuật ngữ "bong bóng nhà ở" hồi năm 2005 và những tìm kiếm này dần dần không còn nữa vào năm 2014. Dường như mọi người phải học ý nghĩa, hoặc phải làm quen với, ý tưởng về bong bóng nhà ở. Từ vựng và quan điểm mới đột ngột xuất hiện mà chúng ta đã trải qua không phải là một kỷ nguyên mới mà là một bong bóng dẫn đến một hoạt động trên hệ thống ngân hàng song hành *(shadow banking system)* thực hiện các khoản vay táo bạo nhất và sự sụp đổ niềm tin trong toàn bộ lĩnh vực tài chính.

Kết thúc của kỷ nguyên mới dường như là thời kỳ mà trọng tâm của tranh luận có thể không còn quá lạc quan. Vào những thời điểm như vậy, một diễn giả đại chúng vẫn có thể nghĩ rằng việc đưa ra một tầm nhìn về một tương lai rực rỡ cho nền kinh tế vẫn là cách kiếm tiền tốt, nhưng đơn giản là anh ấy không đủ uy tín để làm thế. Vào những thời điểm đó, người ta có thể đưa ra viễn cảnh mà nền kinh tế phải phục hồi, như thường lệ, và thị trường chứng khoán nên đi lên, như trong lịch sử, nhưng những người phát ngôn như vậy không thể đạt được sự chú ý của công chúng vào giai đoạn thị trường đầu cơ và bùng nổ kinh tế. Có những lúc khán giả rất dễ chấp nhận những tuyên bố lạc quan nhưng cũng có lúc không. •

CHƯƠNG 08

KỶ NGUYÊN MỚI VÀ BONG BÓNG TRÊN KHẮP THẾ GIỚI

Các động thái thị trường chứng khoán lớn như các ví dụ của Hoa Kỳ mà tôi đã thảo luận trong chương trước cũng đã xảy ra ở nhiều quốc gia khác trong những năm qua, cho chúng ta thấy nhiều quan sát khác. Những điều này cho thấy bong bóng đầu cơ - thời kỳ hứng thú đầu tư được cường hóa nhưng mang tính nhất thời, thường được liên kết với lý thuyết kỷ nguyên mới - thật ra cũng rất bình thường.

Trong chương này, tôi xem xét các biến động lớn nhất của thị trường chứng khoán trên toàn thế giới trước đỉnh Bong bóng Thiên niên kỷ năm 2000. Đối với một số biến động trong số này, tôi dựa vào các bài đăng trên các phương tiện truyền thông. Tất nhiên, bài đăng trên truyền thông không phải lúc nào cũng đáng tin cậy và tôi không thể tuyên bố việc họ đã thực hiện nghiên cứu toàn diện về bất kỳ ví dụ nào trong số này. Tuy nhiên, ở các quốc gia này chúng minh họa ý nghĩa của các yếu tố mà tôi đã xác định trong các chương trước là có tầm quan trọng trong các biến động của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ. Tôi nhận thấy giá ở các quốc gia này có xu hướng đảo ngược sau khi tăng mạnh đặc biệt, như kỳ vọng thông thường nếu bong bóng là hiện tượng phổ biến ở các quốc gia này.

Sự kiện thị trường chứng khoán lớn nhất

Bảng 8.1 biểu diễn mức tăng lớn nhất của 25 chỉ số giá cổ phiếu thực trong một năm, trước năm 2000 đối với 36 quốc gia được chọn. Bảng 8.2 biểu diễn mức giảm lớn nhất của các quốc gia này. Bảng 8.3 cho thấy mức 25 mức tăng giá cổ phiếu thực trong 5 năm gần nhất. Bảng 8.4 biểu diễn

25 mức giảm lớn nhất. Các bảng này dựa trên dữ liệu hàng tháng bắt đầu từ các thời điểm khác nhau ở các quốc gia khác nhau, nhưng hơn một nửa trong 36 quốc gia dữ liệu bắt đầu từ năm 1960 trở đi. ***(Xem bảng chi tiết ở trang tiếp theo).***

Table 8.2

Mức giảm chỉ số giá cổ phiếu thực lớn nhất trong một năm

Country	*Percentage decrease*	*One-year period*	*Price change over subsequent one-year period (percent)*
1. Đài Loan	–74.9	10/1989-10/1990	85.1
2. Jamaica	–73.8	1/1993-1/1994	69.6
3. Thụy Điển	–63.6	8/1976-8/1977	96.6
4. Anh	–63.3	11/1973-11/1974	72.7
5. Thái Lan	–62.8	8/1997-8/1998	71.9
6. Nam Phi	–62.1	7/1985-7/1986	48.9
7. Philippines	–61.9	10/1973-10/1974	–14.1
8. Hàn Quốc	–61.9	6/1977-6/1978	167.0
9. Pakistan	–59.5	10/1990-10/1991	9.0
10. Ấn Độ	–58.4	11/1963-11/1964	–18.8
11. Đan Mạch	–56.0	7/1969-7/1970	–15.3
12. Hồng Kông	–55.5	8/1997-8/1998	90.0
13. Hồng Kông	–55.1	12/1981-12/1982	7.7
14. Na Uy	–54.2	5/1967-5/1968	39.9
15. Tây Ban Nha	–54.1	10/1976-10/1977	–15.6
16. Na Uy	–53.6	1/1974-1/1975	–2.1
17. Úc	–53.0	10/1973-10/1974	33.6
18. Pháp	–49.0	9/1973-9/1974	25.3
19. Indonesia	–48.1	3/1997-3/1998	–45.1
20. Canada	–47.9	6/1981-6/1982	69.4
21. Phần Lan	–47.5	2/1990-2/1991	6.3
22. Colombia	–47.1	1/1980-1/1981	74.2
23. Ý	–46.1	4/1974-4/1975	–31.3
24. Na Uy	–46.1	12/1989-12/1990	68.6
25. Đan Mạch	–45.8	9/1973-9/1974	14.7

Table 8.1

Mức tăng chỉ số giá cổ phiếu thực lớn nhất trong một năm

Country	*Percentage increase*	*One-year period*	*Price change over subsequent one-year period (percent)*
1. Philippines	583.4	12/1985-12/1986	28.4
2. Đài Loan	400.1	10/1986-10/1087	65.7
3. Venezuela	384.6	1/1990-1/1991	33.1
4. Peru	360.9	8/1992-8/1993	15.8
5. Colombia	271.3	1/1991-1/1992	–19.9
6. Jamaica	224.5	4/1992-4/1993	–59.2
7. Chile	199.8	1/1979-1/1980	38.9
8. Ý	166.4	5/1985-5/1986	–15.7
9. Jamaica	163.4	8/1985-8/1986	8.7
10. Thái Lan	161.9	10/1986-10/1987	–2.6
11. Ấn Độ	155.5	4/1991-4/1992	–50.3
12. Ý	147.3	4/1980-4/1981	–32.1
13. Úc	145.4	2/1989-2/1990	–19.8
14. Phần Lan	128.3	9/1992-9/1993	46.3
15. Đan Mạch	122.9	4/1971-4/1972	–12.4
16. Tây Ban Nha	119.8	12/1985-12/1986	4.2
17. Luxembourg	113.4	12/1992-12/1993	–10.8
18. Thụy Điển	111.5	8/1982-8/1983	–9.6
19. Bồ Đào Nha	103.8	4/1997-4/1998	–34.1
20. Luxembourg	103.6	1/1985-1/1986	2.6
21. Hồng Kông	101.0	1/1993-1/1994	–38.5
22. Hồng Kông	99.1	2/1975-2/1976	–3.4
23. Hàn Quốc	98.8	2/1975-2/1976	31.9
24. Hồng Kông	98.6	12/1979-12/1980	–22.4
25. Thụy Điển	96.6	8/1977-8/1978	–50.8

Rõ ràng là sự biến động giá cổ phiếu rất lớn là phổ biến theo tiêu chuẩn thế giới. Nhiều biến động được biểu diễn theo tỉ lệ phần trăm, lớn hơn nhiều so với những gì chúng ta đã trải nghiệm gần đây ở Hoa Kỳ. Thật vậy, thậm chí không có ví dụ nào từ Hoa Kỳ xuất hiện trong bảng. (Chúng ta nên nhớ rằng thị trường Mỹ là lớn nhất thế giới, và có một vài lần nằm ở vị trí suýt soát những quốc gia được thể hiện trong bảng, kể cả về tỉ lệ phần trăm. Ví dụ, thị trường chứng khoán Mỹ thực tăng 184,8% từ tháng 4 năm 1994 đến tháng 4 năm 1999 gần như lọt vào danh sách mức tăng giá 5 năm cao nhất. Ngoài ra, thị trường chứng khoán Mỹ đã giảm 44,1% tính theo giá trị thực từ tháng 10 năm 1973 đến tháng 10 năm 1974, gần như đưa nó vào danh sách giảm giá lớn nhất trong một năm. Và mức tăng thực 113,9% từ tháng 6 năm 1932 đến tháng 6 năm 1933 sẽ đủ điều kiện vào danh sách các khoản tăng lớn nhất trong một năm, ngoại trừ vấn đề là giai đoạn này, từ đáy của Đại suy thoái đến khi bắt đầu phục hồi, xảy ra sớm hơn nhiều so với giai đoạn mẫu được sử dụng để xây dựng các bảng) ***(Xem bảng chi tiết ở trang tiếp theo).***

Table 8.3

Mức tăng chỉ số giá cổ phiếu thực lớn nhất trong năm năm

Country	*Percentage increase*	*Five-year period*	*Price change over subsequent five-year period (percent)*
1. Philippines	,253.2	11/1984-11/1989	43.5
2. Peru	743.1	9/1991-9/1996	—
3. Chile	689.7	3/1985-3/1990	104.2
4. Jamaica	573.9	12/1980-12/1985	38.7
5. Hàn Quốc	518.3	3/1984-3/1989	−36.6
6. Mexico	501.7	1/1989-1/1994	−50.9
7. Đài Loan	468.1	5/1986-5/1991	−12.7
8. Thái Lan	430.7	5/1986-5/1992	17.0
9. Colombia	390.7	4/1989-4/1994	−52.0
10. Tây Ban Nha	381.9	10/1982-10/1987	−33.7
11. Ấn Độ	346.1	4/1987-4/1992	58.4
12. Phần Lan	336.3	9/1992-9/1997	—
13. Úc	331.3	1/1985-1/1990	−39.7
14. Bồ Đào Nha	329.1	4/1993-4/1998	—
15. Phần Lan	291.0	9/1982-9/1987	−55.5
16. Jamaica	280.2	7/1984-7/1989	10.9
17. Nhật Bản	275.6	8/1982-8/1987	−48.5
18. Pháp	262.6	3/1982-3/1987	10.2
19. Phần Lan	262.5	2/1968-2/1973	−68.2
20. Hồng Kông	261.6	1/1975-1/1980	−17.2
21. Hà Lan	256.6	7/1993-7/1998	—
22. Na Uy	253.1	9/1982-9/1987	−18.9
23. Na Uy	248.4	10/1992-10/1997	—
24. Thụy Điển	247.1	8/1982-8/1987	−36.9
25. Hồng Kông	230.9	10/1982-10/1987	−14.6

Table 8.4

Mức giảm chỉ số giá cổ phiếu thực lớn nhất trong năm năm

Country	*Percentage decrease*	*Five-year period*	*Price change over subsequent five-year period (percent)*
1. Tây Ban Nha	−86.6	12/1974-12/1979	0.1
2. Jamaica	−85.5	7/1973-7/1978	185.2
3. Venezuela	−84.9	5/1977-5/1982	138.9
4. Thái Lan	−84.0	1/1994-1/1999	—
5. Philippines	−83.1	2/1980-2/1985	1,000.0
6. Ý	−80.7	6/1973-6/1978	72.6
7. Pakistan	−78.3	2/1994-2/1999	—
8. Na Uy	−77.1	7/1973-7/1978	74.1
9. Jamaica	−76.9	1/1993-1/1998	—
10. Philippines	−76.6	9/1969-9/1974	−40.7
11. Ấn Độ	−74.6	8/1962-8/1967	0.7
12. Anh	−73.5	12/1969-12/1974	81.5
13. Nam Phi	−73.4	4/1981-4/1986	16.6
14. Colombia	−73.3	7/1971-7/1976	−24.8
15. Colombia	−72.7	7/1979-7/1984	36.9
16. Chile	−72.6	6/1980-6/1985	587.9
17. Philippines	−72.2	4/1976-4/1981	24.4
18. Phần Lan	−71.3	10/1973-10/1978	99.0
19. Hàn Quốc	−68.3	6/1993-6/1998	—
20. Bồ Đào Nha	−67.9	1/1988-1/1993	222.6
21. Jamaica	−64.2	11/1969-11/1974	−68.9
22. Hàn Quốc	−63.6	8/1978-8/1983	375.0
23. Ý	−62.6	1/1970-1/1975	−46.1
24. Pháp	−62.5	1/1973-1/1978	5.7
25. Ý	−62.3	9/1960-9/1965	−0.5

Cột ngoài cùng bên phải trong mỗi bảng cũng cho thấy, những gì đã xảy ra trong 12 tháng hoặc năm năm sau mỗi giai đoạn thay đổi giá đột ngột này. Có thể thấy, có sự thay đổi đáng kể giữa các quốc gia này về việc liệu thị trường tiếp tục đi theo hoặc đảo ngược động thái cũ trong khoảng thời gian tiếp theo. Ở cuối chương này, tôi mô tả những gì chúng ta biết về di chứng của những thay đổi giá lớn được lập ở đây.

Câu chuyện liên quan đến biến động giá lớn nhất

Dễ dàng tìm thấy những câu chuyện liên quan đến thay đổi giá một năm hơn so với thay đổi giá năm năm. Năm năm là một thời gian dài đến nỗi các yếu tố làm tăng hay giảm trong thị trường chứng khoán thường bị mất khỏi ý thức cộng đồng và được coi là xu hướng cơ bản hơn là các sự kiện nổi bật. May mắn thay cho mục đích của chúng ta, 14 trong số 25 khoảng thời gian năm năm tăng giá thực tế trong Bảng 8.3 chứa các khoảng thời gian 12 tháng, được hiển thị trong Bảng 8.1, và 11 trong số 25 năm giảm giá thực tế được hiển thị trong Bảng 8.4 chứa các khoảng thời gian 12 tháng, được thể hiện trong Bảng 8.2.

Một số đoạn tăng giá mười hai tháng dường như có liên quan đến lý do tốt cho sự thay đổi giá hợp lý. Điều này đặc biệt đúng đối với những thay đổi lớn nhất trong một năm: điển hình là một điều gì đó rất bất thường đang diễn ra. Nhưng ngay cả trong những trường hợp này, dường như thường có một gợi ý về một số phản ứng thái quá của thị trường đối với các sự kiện.

Mức tăng thị trường chứng khoán thực tế lớn nhất trong một năm xuất hiện tại Philippines từ tháng 12 năm 1985 đến tháng 12 năm 1986, là một con số đáng kinh ngạc, 683,4 phần trăm. Sự thay đổi giá thực tế lớn nhất trong năm năm, là 1.253%, cũng xảy ra ở Philippines. Khoảng thời gian năm năm, từ tháng 11 năm 1984 đến tháng 11 năm 1989, bao gồm cả kỷ lục của giai đoạn một năm.

Trong thời gian 12 tháng từ tháng 12 năm 1985 đến tháng 12 năm 1986, chế độ Ferdinand Marcos sụp đổ, Marcos rời khỏi đất nước và một chính phủ mới do Corazon Aquino dẫn dắt đã lãnh đạo đất nước. Trong giai đoạn ngay trước khi tăng giá, một cuộc nổi dậy của phe cộng sản đã đe dọa biến đất nước này thành một Việt Nam khác. Chính phủ Marcos đã ám sát chồng Corazon Aquino. Với các cuộc biểu tình trên đường phố, nói chung đây là thời điểm không chắc chắn về tương lai đất nước. Một khi chính phủ mới được thành lập, đất nước này đã phát triển một niềm hy vọng mới: một "kỷ nguyên mới" có vẻ như chắc chắn trong tầm tay. Ngoài ra, sự thay đổi giá không bị đảo ngược trong các khoảng thời gian một hoặc năm năm tiếp theo, như có thể thấy từ các bảng.

Người ta có thể nghi ngờ rằng các giá trị rất thấp của thị trường chứng khoán Philippines vào tháng 12 năm 1985, vào đầu thời kỳ 12 tháng kỷ lục, là kết quả của một loại bong bóng âm. Thật vậy, ba trong số hai lần giảm giá lớn nhất trong năm năm được thể hiện trong Bảng 8.4 xảy ra ở Philippines vào năm 1985. Thị trường chứng khoán Philippines đã có một kỷ lục thực sự ảm đạm trước sự gia tăng ngoạn mục của nó. Các bài đăng báo chí năm 1985 và trước đó đã bối rối về tỉ lệ P/E thấp bất thường, thường là khoảng 4. Khi nhìn từ góc độ này, sự gia tăng cổ phiếu lớn nhất trong các bảng của chúng tôi thực sự là sự đảo ngược của một loạt động thái giá giảm.

Mức tăng một năm lớn thứ hai (tháng 10/1986 đến tháng 10/1987) và mức giảm một năm lớn nhất (tháng 10/1989 đến tháng 10 /1990) đều xảy ra ở Đài Loan. Đài Loan cũng là quê hương của sự gia tăng năm năm lớn thứ bảy, từ tháng 5 năm 1986 đến tháng 5 năm 1991, và đến mức giảm năm năm đứng thứ 27, từ tháng 10 năm 1988 đến tháng 10 năm 1993.

Trong năm diễn ra sự gia tăng đầu cơ cao nhất ở Đài Loan, tháng 10 năm 1986 đến tháng 10 năm 1987, có một số lý do "kỷ nguyên mới" rất ấn tượng vì sự lạc quan. Xuất khẩu bùng nổ đã đẩy tốc độ tăng trưởng kinh tế lên mức hai chữ số và dự đoán rộng rãi rằng với dự phóng tăng trưởng mạnh mẽ này, nền kinh tế sẽ sớm sản xuất các mặt hàng công nghệ

cao như chip máy tính. Có thể nhìn thấy sự sung túc mới ở khắp mọi nơi: những chiếc xe nước ngoài đắt tiền chạy trên đường phố Đài Bắc, và các doanh nhân đã thoải mái nốc cạn những chai rượu trị giá 100 đô la tại các nhà hàng mới tráng lệ. Mặc dù vậy, tỉ lệ tiết kiệm vẫn rất cao và đất nước đang đầu tư mạnh vào tương lai.

Mùa thu năm 1987, sau một loạt các cuộc biểu tình chống Chính phủ trên đường phố, cuối cùng Chính phủ đã dỡ bỏ thiết quân luật đã có hiệu lực từ năm 1949 và lần đầu tiên cũng cho phép thành lập các đảng đối lập. Trong khoảng thời gian 12 tháng sau đó, vào tháng 9 năm 1987, Chính phủ đã đưa ra hai thông báo lịch sử và rất rõ ràng: cho phép các nhà đầu tư nước ngoài thành lập công ty tại Đài Loan và cho phép công dân Đài Loan đến thăm người thân của họ ở đại lục lần đầu tiên kể từ năm 1949.

Bất chấp những lý do chính đáng này để dự đoán bình minh của một "kỷ nguyên mới" trong nền kinh tế Đài Loan, nhiều nhà quan sát vẫn tin rằng có một không khí đầu cơ dâng cao tại thị trường chứng khoán Đài Loan năm 1986-1987. Khối lượng giao dịch tăng vọt, tăng gấp 7 lần từ tháng 1 đến tháng 9 năm 1987, vượt quá khối lượng kết hợp của tất cả các thị trường châu Á trừ Nhật Bản. Tỉ lệ P/E đạt 45, so với 16 vào đầu năm.

Đài Loan đang trong cơn sốt cờ bạc thể hiện ở những địa điểm khác bên ngoài thị trường chứng khoán. Một trò chơi số bất hợp pháp, được gọi là Ta Chia Ly hay Hạnh phúc cho Mọi người, chưa từng được biết đến trước năm 1986, đột nhiên trở thành nỗi ám ảnh của quốc gia. Nó phổ biến đến mức "những ngày mà những con số chiến thắng được công bố, nông dân bỏ bê đồng ruộng của họ và công nhân không báo cáo cho các nhà máy của họ".

Một sinh viên Đài Loan của tôi tại Yale sau này đã tâm sự với tôi rằng, khi cậu ấy còn là một thiếu niên ở Đài Loan năm 1987, mẹ cậu ấy đã buộc cậu ta phải thường xuyên đến sàn giao dịch chứng khoán, quan sát giao dịch và báo cáo lại cho bà nếu có chuyện gì đáng kể xảy ra. Cậu ta nói với tôi rằng chính trong khi thực hiện các nhiệm vụ giám sát này, cậu ta đã bị thuyết phục về sự điên rồ hoàn toàn của tình huống đầu cơ.

Sự gia tăng thị trường chứng khoán Đài Loan đã không được đảo ngược ngay lập tức: sau năm tăng giá nhanh nhất, vẫn còn một năm tăng giá nữa. Nhưng bắt đầu một năm sau, chúng ta thấy sự sụt giảm 74,9% trên thị trường chứng khoán Đài Loan, mức giảm một năm lớn nhất trong danh sách của chúng ta.

Mức tăng giá một năm lớn thứ ba, 384,6%, xảy ra ở Venezuela trong khoảng thời gian từ tháng 1 năm 1990 đến tháng 1 năm 1991. Sự tăng giá này xảy ra sau một cuộc suy thoái kinh tế nghiêm trọng đã tạo ra tốc độ tăng trưởng kinh tế là -8%, tỉ lệ thất nghiệp 10% và lạm phát 85% vào năm 1989. Sau đó, việc chiếm đóng Kuwait của Iraq (từ tháng 8 năm 1990 đến tháng 2 năm 1991) dẫn đến sự gián đoạn nguồn cung dầu của Vịnh Ba Tư, giá dầu quốc tế tăng nhanh và nhu cầu về dầu của Venezuela cũng tăng. Sân khấu được thiết lập cho một thời kỳ thịnh vượng bất ngờ ở Venezuela. Trải nghiệm Kuwait được cho là đã thuyết phục các nhà đầu tư về tầm quan trọng của Venezuela như một nguồn cung cấp dầu thay thế bên ngoài Vịnh Ba Tư vốn bất ổn. Nhưng điều này dường như không thể là một lời giải thích hợp lý cho sự tăng vọt của thị trường chứng khoán Venezuela, bởi vì khả năng gián đoạn nguồn cung dầu của Vịnh Ba Tư đã được biết đến từ lâu trước cuộc xâm lược. Tổng thống Carlos Andres Perez cảnh báo rằng "Venezuela đang sống với một nền kinh tế hoàn toàn nhân tạo" chỉ được hỗ trợ bởi việc tăng giá dầu; tuy nhiên, thị trường chứng khoán vẫn tăng vọt. Mức tăng giá không bị đảo ngược trong năm tiếp theo, nhưng đến tháng 1 năm 1993, giá cổ phiếu thực của Venezuela đã mất 60,3% giá trị của tháng 1 năm 1991 và đến tháng 1 năm 1999, họ đã mất 82,0% giá trị này.

Mức tăng giá một năm lớn thứ tư, ở mức 360,9%, diễn ra ở Peru từ tháng 8 năm 1992 đến tháng 8 năm 1993. Sự gia tăng này xảy ra sau khi thị trường chứng khoán sụt giảm vào tháng 4 năm 1992, khi Alberto Fujimori nắm quyền lực độc tài, giải tán quốc hội và đình chỉ hiến pháp giữa một cuộc nội chiến kéo dài với quân du kích Shining Path. Nhưng vào tháng 9 năm 1992, giới lãnh đạo Shining Path đã bị bắt và đến tháng 4 năm 1993,

nền dân chủ đã được khôi phục ở Peru, chấm dứt mười bốn năm bạo lực du kích đã giết chết 27.000 người. Lạm phát đã đạt 7.000% và tăng trưởng kinh tế âm trong năm 1990, nhưng đến năm 1993 lạm phát đã được kiểm soát và tăng trưởng kinh tế dương. Một cảm giác tuyệt vời về một "kỷ nguyên mới" chắc chắn đã có bằng chứng - nhưng việc tăng giá cổ phiếu gấp bốn lần trong vòng một năm khiến nhiều người tự hỏi liệu mức tăng này có quá mức hay không. Thị trường đã tăng thêm một chút trong năm sau, và sau đó nó mất một chút giá trị. Đến tháng 1 năm 1999, mức thị trường thực thấp hơn, nhưng chỉ thấp hơn 8%; sau đó sụp đổ vào năm 2000 và trải qua vài vòng quay dữ dội.

Sự gia tăng thị trường chứng khoán ở Ấn Độ từ tháng 4 năm 1991 đến tháng 4 năm 1992, đứng thứ 11 trong danh sách của Bảng 8.1, bắt đầu vào thời điểm xảy ra vụ ám sát Rajiv Gandhi vào tháng 5 năm 1991, chấm dứt 38 năm trị vì của triều đại Nehru. Người kế thừa của Gandhi lập tức được đề bạt làm bộ trưởng bộ tài chính Manmohan Singh, khi đó là cựu giáo sư tại Trường Kinh tế Delhi (về sau năm 2004, ông sẽ trở thành thủ tướng). Chính phủ mới đã công bố một kế hoạch bãi bỏ quy định được coi là một bước ngoặt đáng kể thoát ly khỏi chủ nghĩa xã hội. Đầu tư nước ngoài đã được mời gọi. Singh đã trình bày một kế hoạch ngân sách miễn các tài sản tài chính khỏi việc tính thuế tài sản. Trước đây, ban lãnh đạo đã cố gắng giữ cho giá cổ phiếu công ty của họ ở mức thấp nhất có thể để tránh thuế; bây giờ họ đã thực hiện các bước để khuyến khích giá cao. Kế hoạch ngân sách cũng giảm quy định về giá cả và thời gian phát hành cổ phiếu mới. Những cải cách này chắc chắn là lý do chính đáng cho sự gia tăng của thị trường chứng khoán, nhưng mức tăng thực tế được mô tả rộng rãi là quá mức, và chính quyền cảnh báo cả nước về khả năng dư thừa đầu cơ. Đây cũng là thời gian của những nỗ lực thao túng giá cổ phiếu diễn ra khắp nơi. Những mưu mô của Harshad "Big Bull" Mehta, một nhà môi giới chứng khoán ở Mumbai, đã gây ra một vụ bê bối quốc gia vào năm 1992, sau khi thị trường đạt đỉnh. Ông được mô tả là tạo ra "hiệu ứng xoáy" trên các cổ phiếu riêng lẻ bằng cách mua trên thị trường, bán với giá bán đổ

bán tháo cho các tổ chức quen biết, và sau đó mua lại nhóm cổ phiếu có giá ngập sâu trong hoảng sợ, sau đó đẩy giá tăng lên. Đỉnh năm 1992 của thị trường chứng khoán Ấn Độ hiện được gọi là "Đỉnh Mehta". Đây thực sự là một mức đỉnh, vì thị trường đã giảm 50,3% trong năm tiếp theo.

Trong các ví dụ này, luôn có một số sự kiện, hoặc một loạt các sự kiện, bên ngoài thị trường gợi ý sự khởi đầu của một kỷ nguyên mới thực sự. Ngay cả khi thị trường được cho là phản ứng thái quá với sự kiện này, thật khó để tranh luận chắc chắn rằng điều này là đúng. Ngược lại, trong một số lần tăng giá lớn khác, không có lời giải thích hợp lý nào cho mức độ thay đổi giá cả và do đó, các diễn giải trên phương tiện truyền thông tập trung vào diễn giải lại các quá trình dài hạn hoặc về tâm lý thị trường.

Ví dụ, trong đợt bùng nổ thị trường chứng khoán Ý từ tháng 5 năm 1985 đến tháng 5 năm 1986, khi thị trường tăng 166,4% theo giá trị thực, đã ghi nhận rằng tăng trưởng kinh tế là vững chắc, lạm phát vẫn ở mức thấp, và Chính phủ của Thủ tướng Bettino Craxi hoạt động ổn định và được dân chúng yêu quý. Nhưng không có thông tin nào trong số này thực sự là tin tức. Một tờ báo của Ý đã trích dẫn lời một nhà phân tích, "Không có lời giải thích nào cả... Mọi người đều đã phát điên và thế là hết. Đây là một sự điên rồ tập thể; toàn bộ. Thật vô ích khi cố gắng để hiểu, để ngăn lại hoặc để dự báo." Thời báo tài chính Luân Đôn cho hay, "Một cơn sốt đã tóm lấy nước Ý: hàng trăm nhà đầu tư nhỏ lần đầu tiên tham gia thị trường đang đổ tiền vào chứng khoán như thể họ đang mua vé số." Mức thực ở thị trường Ý đã giảm 15,7% trong năm kế tiếp. Đến tháng 9 năm 1992, thị trường Ý đã mất 68% giá trị thực của tháng 5 năm 1986.

Ở Pháp cùng thời điểm đó, "chuyện tình của các nhà đầu tư với thị trường" khiến các nhà quan sát ngạc nhiên bởi cường độ và sự thiếu vắng một lời giải thích hợp lý, và thị trường chứng khoán Pháp đã lọt vào danh sách của chúng ta, tăng 262,6% theo giá trị thực từ tháng 3 năm 1982 đến tháng 3 năm 1987. Câu chuyện "kỷ nguyên mới" rằng chính phủ Pháp dưới thời François Mitterrand đang rời khỏi sự cứng nhắc nặng tính xã hội chủ nghĩa của nó dường như không đủ để giải thích sự tăng vọt của

thị trường. Thay vào đó, nếu có một kỷ nguyên mới, theo nhiều nhà quan sát, dường như điều đó chỉ diễn ra với tâm lý thị trường trong đó các nhà đầu tư Pháp liên kết thị trường tự do với sự hăng hái mới. Giai đoạn nhiệt tình này kéo theo sự sụp đổ của thị trường chứng khoán toàn cầu năm 1987, khiến thị trường chứng khoán Pháp quay đầu trở lại, mặc dù nó vẫn tăng được thêm 10,2% trong năm năm tiếp theo: tháng 3 năm 1987 đến tháng 3 năm 1992. Thật kỳ lạ, thị trường Pháp đi lên từ đó, với sự tăng trưởng của giá cổ phiếu thực của Pháp từ năm 1992 đến bước ngoặt của thiên niên kỷ, và cũng kịch tính và bí ẩn như ở Hoa Kỳ.

Kết thúc thời đại mới và khủng hoảng tài chính

Di chứng của việc tăng giá bất thường được mô tả trong phần trước là rất khác nhau. Thường là sự đảo ngược đầy kịch tính, nhưng điều này không phải lúc nào cũng đúng. Liệu sự gia tăng có mang trong mình hạt giống của sự tự hủy diệt, hoặc sự gián đoạn là do các nguyên nhân khác? Thông thường, sự kết thúc của thị trường tăng giá dường như được gây ra bởi các sự kiện cụ thể không liên quan đến bất kỳ sự lạc quan phi lý nào trên thị trường chứng khoán. Đáng chú ý trong số này là các cuộc khủng hoảng tài chính, như khủng hoảng ngân hàng hoặc tỷ giá hối đoái. Những sự kiện khác khi đó trở thành trọng tâm của phân tích, vì nguyên nhân của chúng xuất hiện rõ ràng hơn so với những sự kiện của cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán. Theo một phân tích như vậy, đoạn cuối của "kỷ nguyên mới" có nguồn gốc kỹ thuật hẹp, thay vì nguồn gốc tâm lý hay xã hội.

Cuộc khủng hoảng Mexico năm 1994 xuất hiện như là hậu quả của đợt tăng giá cổ phiếu năm năm ngoạn mục thứ sáu trong Bảng 8.3. Mổ xẻ của cuộc khủng hoảng này là một vấn đề phức tạp. Các nhà phân tích nhấn mạnh một nhà đầu tư sử dụng đơn vị tiền tệ là peso, nguyên nhân là các các nhà đầu tư từ chối chấp nhận lại tesobono, khoản nợ ngắn hạn bằng đô la của chính phủ Mexico. Công chúng đầu tư biết rằng chính phủ Mexico không có đủ tiền dự trữ để hỗ trợ tỷ giá hối đoái nếu nhiều người

bán peso, và mặc dù chỉ riêng điều này không cần phải gây ra sự mất giá tiền tệ, khi kết hợp với niềm tin rằng sự mất giá của peso sắp xảy ra, trên thực tế đã khiến mất giá thực sự xảy ra. Tất nhiên, sự mất giá của đồng peso không phải là một điều xấu, và trên thực tế, nó có thể là sự thúc đẩy mà nền kinh tế Mexico cần. Nhưng sau đó, các nhà đầu tư đã không tin tưởng và quyết định không tái đầu tư vào khoản nợ tesobono. Vì chính phủ Mexico không thể bán nợ mới, trong khi nợ cũ đến hạn, họ không thể trả nợ được. May mắn thay, chính phủ đã được cứu trợ bởi một khoản vay quốc tế cho phép họ thực hiện nghĩa vụ trả nợ cho khoản nợ này và cuộc khủng hoảng kinh tế đã được giải quyết.

Tuy nhiên, mặc dù đã xác định được nguồn gốc của vấn đề liên quan đến đồng peso, mặc dù thời gian khủng hoảng kinh tế Mexico diễn ra rất ngắn, và mặc dù các khoản vay quốc tế cho Mexico để khắc phục vấn đề, lưu ý rằng thị trường chứng khoán Mexico vào năm 1999 vẫn còn thấp hơn 50% so với mức đỉnh năm 1994; nó đã không vượt qua đỉnh năm 1994 về mặt thực tế (điều chỉnh lạm phát) cho đến 10 năm sau. Giai đoạn sau năm 1994 đã chứng kiến một sự thay đổi cơ bản trong thái độ của cộng đồng đối với thị trường chứng khoán Mexico. Trước cuộc khủng hoảng năm 1994, dưới thời chính phủ Salina, với sự ra đời của Hiệp định thương mại tự do Bắc Mỹ và với việc Mexico gia nhập Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế, dường như đã có một cảm giác "kỷ nguyên mới" được phóng đại về sự bất khả xâm phạm và một tương lai tuyệt vời đang chờ đón Mexico, và điều này đã phai nhạt sau cuộc khủng hoảng.

Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997-1998 còn hơn là một cuộc khủng hoảng thị trường chứng khoán. Nó bao gồm khủng hoảng tỷ giá hối đoái và khủng hoảng ngân hàng, và một lần nữa chúng có xu hướng thu hút sự chú ý của các nhà phân tích. Nhưng, như có thể thấy trong Bảng 8.3, cuộc khủng hoảng châu Á xảy ra sau nhiều đợt tăng giá năm năm lớn nhất, và những đợt tăng giá này xuất hiện ngay trước khủng hoảng tỷ giá và ngân hàng. Nhật Bản đã có mức tăng giá cổ phiếu thực tế năm năm là 275,6% từ tháng 8 năm 1982 đến tháng 8 năm 1987;

Hồng Kông, tăng giá cổ phiếu 230,9% từ tháng 10 năm 1982 đến tháng 10 năm 1987; Hàn Quốc, tăng giá cổ phiếu 518,3% từ tháng 3 năm 1984 đến tháng 3 năm 1989; Đài Loan, tăng 468,1% giá cổ phiếu từ tháng 5 năm 1986 đến tháng 5 năm 1991; và Thái Lan, tăng giá cổ phiếu 430,7% so với cùng kỳ. Hầu hết các đợt tăng giá này diễn ra trong giai đoạn 1982-1987, khi thế giới trải qua sự phục hồi từ cuộc Đại suy thoái năm 1981. Ở tất cả các quốc gia này, thị trường chứng khoán đã giảm từ mức đỉnh điểm vào tháng 12 năm 1996, trước khi có bất kỳ gợi ý nào về Khủng hoảng tài chính châu Á. Dường như sự sụp đổ của bong bóng đầu cơ ở các quốc gia này làm tiền đề cho cuộc khủng hoảng và là một phần của bầu không khí tạo ra cuộc khủng hoảng. Tuy nhiên, khi cuộc khủng hoảng xảy đến, những câu chuyện về thị trường chứng khoán, cũng như những câu chuyện về niềm tin của công chúng, chỉ xuất hiện một cách mơ hồ, vì sự chú ý tập trung vào những thay đổi của tỷ giá hối đoái, sự rút tiền đột ngột của các nhà đầu tư nước ngoài, vấn đề ngân hàng, lạm phát, và khó khăn lao động.

Những câu chuyện khủng hoảng tài chính này minh họa các yếu tố phức tạp đôi khi thu hút sự chú ý của các nhà phân tích kinh tế và tài chính. Mỗi người trong số họ dường như "chính là" câu chuyện kỹ thuật để giải thích các sự kiện. Các cuộc thảo luận có thể tập trung vào các yếu tố này và kéo sự chú ý ra khỏi những thay đổi lớn trong dư luận được phản ánh trong giá đầu cơ. Do đó, câu chuyện cơ bản của các nhà đầu tư phản ứng thái quá với tin tức và phản hồi về việc tăng giá dẫn đến tăng giá hơn nữa thường có xu hướng biến mất.

Những gì đã đi Lên (Xuống) thường sẽ lại Xuống (Lên)

Không thể chứng minh lời khẳng định rằng một tình huống số đầu cơ vượt mức đứng sau nhiều sự kiện này. Người ta luôn có thể lập luận rằng những lý do cơ bản được các nhà đầu tư đưa ra để biện minh cho họ là hợp lệ nhờ bằng chứng có sẵn khi thị trường đi lên, và những câu chuyện "kỷ nguyên mới" không bao giờ hoàn toàn mất có giá trị như

những lý thuyết về những gì có thể xảy ra. Nhưng người ta cũng có thể hỏi liệu những biến động giá này có xu hướng đảo ngược hay không. Nếu giá tăng, thông thường, bị đảo ngược, thì chúng ta có một số bằng chứng cho thấy những lý do cơ bản là không ổn.

Dữ liệu của các bảng này, xác nhận cho các quốc gia kết, quả được phát hiện lần đầu tiên bởi Werner De Bondt và Richard Thaler: các cổ phiếu chiến thắng - nếu tình trạng "chiến thắng" được đo trong các khoảng thời gian dài như năm năm - có xu hướng hoạt động kém trong các khoảng thời gian tiếp theo có cùng độ dài, và cổ phiếu thua cuộc - nếu trình trạng "thua cuộc" được đo trong thời gian dài - có xu hướng hoạt động tốt trong các khoảng thời gian tiếp theo có cùng độ dài.

Từ dữ liệu được sử dụng để lập bảng, chúng ta thấy rằng trong số 25 quốc gia chiến thắng được hiển thị trong Bảng 8.3, 17 (68%) trong số đó đã trải qua đợt giảm giá cổ phiếu thực trong giai đoạn năm năm sau khi tăng giá thực năm năm kế tiếp và thay đổi giá trung bình của 17 quốc gia là giảm 14,7%.

Tương tự, trong số 25 quốc gia thua lỗ trong Bảng 8.4, 20 (80%) trong số đó đã trải qua đợt gia tăng giá cổ phiếu thực trong giai đoạn năm năm kế tiếp sau khi giá giảm năm năm và mức thay đổi giá trung bình là tăng 119,7%. Do đó, chúng ta thấy xu hướng đáng kể, mặc dù không hoàn hảo, cho sự biến động giá cổ phiếu năm năm lớn sẽ bị đảo ngược trong năm năm kế tiếp, cả cho các biến động tăng và giảm.

Khi chúng ta xem xét sự thay đổi giá thực tế một năm trong Bảng 8.1 và 8.2, chúng ta thấy rằng xu hướng đảo chiều ít rõ rệt hơn, như chúng ta kỳ vọng từ các tài liệu trước đây, về giá của các cổ phiếu riêng lẻ. Chúng ta thấy rằng trong số 25 quốc gia chiến thắng được thể hiện trong Bảng 8.1, 15 (60%) trong số đó đã trải qua đợt giảm giá cổ phiếu thực trong giai đoạn 12 tháng sau khi tăng giá lớn trong 12 tháng, do đó, hướng thay đổi được chia đều giữa lên và xuống, và sự thay đổi trung bình là giảm 4,2%. Trong số 25 quốc gia thua lỗ trong Bảng 8.2, 18 (72%) trong số đó đã trải qua sự gia tăng giá cổ phiếu thực trong giai đoạn mười hai tháng

sau khi giảm giá mười hai tháng lớn, và sự thay đổi giá thực tế trung bình là tăng 36,3%. Mười hai tháng dường như không đủ dài để bắt đầu thấy xu hướng mạnh mẽ của các biến động giá tự đảo ngược triệt để.

Rất có thể, xu hướng cho định giá thị trường chứng khoán ở các quốc gia riêng lẻ tăng trưởng mạnh và sau đó bị đảo ngược sẽ giảm dần trong tương lai. Với các chuyển động vốn tự do hơn mức có thể trong các giai đoạn được nêu trong các ví dụ trong bảng và với ngày càng nhiều nhà đầu tư toàn cầu tìm kiếm cơ hội kiếm lời bằng việc mua các quốc gia bị định giá thấp hoặc bán khống các quốc gia định giá cao, thị trường có thể trở nên ổn định hơn. Mặc dù vậy, không có khả năng các lực lượng này sẽ sớm loại bỏ tiềm năng của các biến động như vậy, đặc biệt là các sự kiện không thường xuyên và xảy ra chậm ở các quốc gia lớn hoặc sự kiện mang tầm thế giới, mà cơ hội lợi nhuận của người tham dự rất chậm và khó đa dạng hóa. Khả năng xuất hiện bong bóng đầu cơ lớn, ở hiện tại và trong tương lai là không thể bỏ qua.

Trong phần các yếu tố văn hóa này, chúng ta đã tìm hiểu những lời biện minh mà mọi người đã đưa ra, tại nhiều điểm khác nhau trong lịch sử, về thay đổi định giá thị trường, và chúng ta đã thấy bằng chứng về bản chất nhất thời của các yếu tố văn hóa này. Tuy nhiên, cuối cùng, kết luận chúng ta rút ra từ những bằng chứng như vậy phụ thuộc vào quan điểm của chúng ta về bản chất con người và mức độ khả năng của con người trong việc đưa ra những đánh giá nhất quán và độc lập. Để củng cố sự hiểu biết của chúng ta về lập luận, trong phần tiếp theo, chúng ta chuyển sang nghiên cứu các yếu tố tâm lý cơ bản - con người có xu hướng hành động độc lập hoặc làm quen, tin tưởng người khác hoặc bất tín nhiệm họ, cảm thấy tự tin hoặc nghi ngờ bản thân, được chú ý hoặc không chú ý. Những khuynh hướng này dựa trên tính hợp lý của quan điểm có vẻ hợp lý của chúng ta về bong bóng đầu cơ. •

PHẦN BA

NHỮNG YẾU TỐ TÂM LÝ

CHƯƠNG 09

MỎ NEO TÂM LÝ CHO THỊ TRƯỜNG

Chúng ta đã thấy rằng thị trường không được neo giữ tốt bởi các yếu tố cơ bản. Mọi người thậm chí không biết, với bất kỳ độ chính xác nào, đâu là mức độ "đúng" của thị trường: không nhiều người trong số họ dành nhiều thời gian để suy nghĩ xem mức độ của thị trường sẽ là bao nhiêu hoặc liệu thị trường hôm nay đang bị định giá quá cao hay quá thấp. Vậy thì điều gì giữ chân mức độ thị trường ở một ngày bất kỳ? Cái gì neo thị trường? Điều gì quyết định liệu chỉ số Dow ở mức 4.000 hay 14.000? Rốt cuộc điều gì hạn chế phản hồi từ thay đổi giá đến thay đổi giá tiếp theo trong khuếch đại biến động giá đầu cơ? Tại sao thị trường ở trong một vùng giá nhất định trong nhiều ngày tại một thời điểm, rồi đột ngột bứt phá? Chúng ta đã thấy một số câu trả lời đáp ứng phần nào cho những câu hỏi này, nhưng để hiểu bản chất thực sự của các mỏ neo đang vận hành ở đây, chúng ta cũng phải chuyển sang tâm lý học.

Khi xem xét các bài học từ tâm lý học, phải lưu ý rằng nhiều bài báo phổ biến về tâm lý đầu tư đơn giản là không đáng tin cậy. Các nhà đầu tư được cho là hưng phấn hoặc điên cuồng trong thời kỳ bùng nổ hoặc hoảng loạn trong các vụ thị trường sụp đổ. Trong cả sự bùng nổ và sụp đổ, các nhà đầu tư được mô tả là mù quáng theo đám đông như một đàn cừu, không hề có suy nghĩ của riêng mình. Niềm tin vào sự hợp lý của thị trường bắt đầu nghe lọt tai hơn rất nhiều khi ngoài nó ra, các lựa chọn thay thế duy nhất là những lý thuyết tâm lý học đại chúng như thế.

Chúng ta đều biết rằng hầu hết mọi người đều nhạy cảm hơn trong các sự kiện tài chính so với các bài báo này đề xuất. Sự bùng nổ và sụp đổ tài chính, đối với hầu hết chúng ta, không phải là những sự kiện đầy cảm xúc ngang tầm với những chiến thắng trong trận chiến hoặc phun trào núi lửa. Trên thực tế, trong các sự kiện tài chính quan trọng nhất, hầu hết mọi người đều bận tâm với các vấn đề cá nhân khác, không phải với thị trường tài chính. Vì vậy, thật khó để tưởng tượng rằng thị trường nói chung phản ánh những cảm xúc được mô tả bởi các lý thuyết tâm lý này.

Tuy nhiên, nghiên cứu tâm lý cho thấy rằng có những mô hình hành vi của con người gợi ý các mỏ neo cho thị trường sẽ không như kỳ vọng nếu thị trường hoạt động hoàn toàn theo lý trí. Những mô hình hành vi của con người không phải là kết quả của sự thiếu hiểu biết cực độ của con người, mà là đặc tính của trí thông minh con người, phản ánh những hạn chế cũng như điểm mạnh của trí thông minh đó. Các nhà đầu tư đang cố gắng làm điều đúng, nhưng họ bị hạn chế về mặt khả năng và một số phương thức hành vi tự nhiên nhất định quyết định hành động của họ khi thiếu một lộ trình hành động rõ ràng.

Hai loại neo tâm lý sẽ được xem xét ở đây: neo định lượng và neo cảm xúc. Neo định lượng đưa ra chỉ dẫn cho mức độ phù hợp của thị trường mà một số người sử dụng như là dấu hiệu cho thấy thị trường có bị định giá quá thấp hay không và đó có phải là thời điểm tốt để mua hay không. Neo cảm xúc hoạt động bằng cách xác định sức mạnh của lý do khiến mọi người phải mua cổ phiếu, một lý do mà họ phải cân nhắc với những mục đích khác của họ đối với tài sản mà họ đã có (hoặc có thể có) khi đầu tư vào thị trường. Với các neo định lượng, mọi người đang cân nhắc số lượng so với giá khi họ quyết định liệu cổ phiếu (hoặc tài sản khác) có được định giá đúng hay không. Với các neo cảm xúc, mọi người so sánh sức mạnh trực giác hoặc cảm xúc của lập luận về lượng tiền đầu tư vào thị trường so với tổng tài sản và nhu cầu sử dụng tiền để chi tiêu ngay bây giờ.

Neo định lượng cho thị trường

Những người thiết kế bảng câu hỏi đã học được rằng những câu trả lời mà mọi người đưa ra có thể bị ảnh hưởng nặng nề bởi những gợi ý được đưa ra trên chính bảng câu hỏi. Ví dụ: khi mọi người được yêu cầu nêu mức thu nhập của họ rơi vào khoảng nào, câu trả lời của họ bị ảnh hưởng bởi các khoảng được đưa ra. Các khoảng giá trị đóng vai trò như "neo" mà đáp viên sẽ bám vào đó để đưa ra câu trả lời phù hợp.

Các nhà tâm lý học đã chỉ ra rằng quyết định của người ta trong các tình huống mơ hồ bị ảnh hưởng bởi bất cứ điều gì có sẵn trong tay. Khi bạn phải đưa ra một ước tính, và bạn không chắc phải nói gì, bạn sẽ lấy bất kỳ số nào xuất hiện trước mặt bạn. Các nhà tâm lý học Amos Tversky và Daniel Kahneman đã thể hiện xu hướng này rõ ràng trong một thử nghiệm liên quan đến vòng xoay may mắn: một vòng xoay lớn với các số từ 1 đến 100 trên đó, tương tự như những vòng xoay được sử dụng trong các chương trình trò chơi truyền hình, được thiết kế để dừng ở một con số ngẫu nhiên khi nó được quay. Các đối tượng được hỏi những câu hỏi có câu trả lời là số từ 1 đến 100, những câu hỏi khó như tỉ lệ phần trăm của các quốc gia châu Phi tại Liên Hợp Quốc. Đầu tiên họ được hỏi để nói liệu câu trả lời họ sẽ đưa ra là trên hay dưới con số vừa được tạo ra bởi vòng xoay may mắn. Sau đó, họ được yêu cầu đưa ra câu trả lời của họ. Các nhà thử nghiệm nhận thấy rằng câu trả lời bị ảnh hưởng khá nhiều bởi số ngẫu nhiên do vòng xoay đưa ra. Ví dụ: nếu vòng xoay dừng ở số 10, tỉ lệ trung bình của các quốc gia châu Phi các đối tượng thử nghiệm trả lời là 25, trong khi nếu bánh xe dừng ở mức 65, thì tỉ lệ trung bình là 45. Thử nghiệm này đặc biệt thú vị, vì nó được thiết kế sao cho đối tượng biết rõ rằng con số do vòng xoay tạo ra hoàn toàn ngẫu nhiên và hơn nữa, vì số được tạo ra bởi vòng xoay nên con số đó không có ý nghĩa cảm xúc gì với đối tượng.

Khi đưa ra những đánh giá về mức độ của giá cổ phiếu, mỏ neo có khả năng nhất là giá được nhớ gần đây nhất. Khuynh hướng của các nhà đầu tư sử dụng mỏ neo này tạo ra sự tương đồng của giá cổ phiếu từ ngày

này sang ngày khác. Các mỏ neo khả dĩ khác là giá được ghi nhớ trong quá khứ, và khuynh hướng giá quá khứ đóng vai trò là mỏ neo có thể là một phần lý do khiến khuynh hướng quan sát được của xu hướng giá cổ phiếu riêng lẻ bị đảo ngược. Một mỏ neo khác có thể là cột mốc gần nhất của một chỉ số nổi bật như chỉ số Dow, mức số tròn gần nhất và nhà đầu tư sử dụng mỏ neo này có thể giúp giải thích hành vi thị trường bất thường xung quanh các mức đó. Thay đổi giá trong quá khứ cũng có thể cung cấp một mỏ neo, nếu sự chú ý được thu hút phù hợp với họ. Nhớ lại từ Chương 6 rằng sự sụt giảm của thị trường vào ngày 19 tháng 10 năm 1987, sự cố gần như tương đương về tỉ lệ phần trăm như trong ngày 28-29 tháng 10 năm 1929, sự cố đã được thảo luận rất nhiều vào thời điểm xảy ra vụ sụp đổ thị trường năm 1987.

Đối với các cổ phiếu riêng lẻ, sự thay đổi giá có xu hướng được neo vào thay đổi giá của các cổ phiếu khác, và tỉ lệ P/E có thể được neo vào các mức P/E của các công ty khác. Kiểu neo này có thể giúp giải thích tại sao giá cổ phiếu riêng lẻ di chuyển cùng nhau nhiều như vậy, và do đó, sau cùng giải thích tại sao các chỉ số giá cổ phiếu lại biến động như ta vẫn thấy - vì sao việc lấy trung bình các cổ phiếu cố hữu khi xây dựng chỉ số không làm giảm mạnh sự biến động của nó. Kiểu neo này cũng có thể giải thích tại sao cổ phiếu của các công ty thuộc các ngành khác nhau nhưng có trụ sở tại cùng một quốc gia có xu hướng biến động giá tương tự nhau hơn so với cổ phiếu của các công ty cùng ngành nhưng có trụ sở chính ở các quốc gia khác nhau, trái với dự đoán của mọi người rằng ngành công nghiệp sẽ xác định các chỉ số nền tảng của công ty tốt hơn vị trí đặt trụ sở chính. Và nó có thể giải thích tại sao tín thác đầu tư bất động sản giao dịch trên các sàn giao dịch chứng khoán có xu hướng hành xử giống như cổ phiếu hơn là giá trị được thẩm định của bất động sản thương mại cơ bản của tín thác đó. Thật vậy, tất cả những bất thường được ghi nhận trên thị trường tài chính đều có một lời giải thích đơn giản theo neo định lượng với một con số thuận tiện nào đó.

Neo cảm xúc cho thị trường

Với neo cảm xúc, thị trường bị ràng buộc bởi những so sánh của mọi người dưới sức mạnh trực giác của câu chuyện và lý do để giữ các khoản đầu tư của họ hay nhu cầu chi tiêu thay vì đầu tư. Không có gì cản thị trường lên đến mức cao bất kỳ chỉ vì mọi người có ý tưởng cho mức độ "đúng" về nội tại của thị trường, hay đâu là mức độ quá cao. Thay vào đó, nếu thị trường tăng quá cao, sự chênh lệch tài sản của nhiều người trên thị trường bấy giờ với mức sống hiện tại của họ sẽ khuyến khích họ bán, khi so sánh với lý do nắm giữ cổ phiếu của họ. Người ta có thể đánh giá cao bản chất của mỏ neo này với một ví dụ đặc biệt. Giả sử, ngược lại, tâm lý của thị trường khiến mức độ của thị trường chứng khoán tăng lên đến mức làm cho hầu hết những người nắm giữ cổ phiếu trở thành triệu phú đô la - về mặt giấy tờ. Khi đó, trừ khi lý do những người này phải tiếp tục nắm giữ từng cổ phiếu được cho là cực kỳ mạnh mẽ, họ sẽ muốn bắt đầu sống giống như triệu phú hơn một chút và bán một số cổ phiếu của họ để có thể chi tiêu. Việc bán như vậy rõ ràng sẽ làm giảm giá cổ phiếu, vì sẽ không có người mua, và rõ ràng là không có đủ thu nhập quốc gia hiện tại để duy trì bất cứ điều gì như tình trạng thặng dư triệu phú đô la trong dân như thế này. Thị trường chứng khoán có thể đạt đến mức tuyệt vời chỉ khi mọi người nghĩ rằng họ có lý do chính đáng để không thử thách nó bằng cách cố gắng tận hưởng sự giàu sang mới có được của họ.

Nền tảng của khái niệm về các mỏ neo cảm xúc này là nguyên tắc tâm lý phần lớn suy nghĩ của con người dẫn đến hành động không định lượng được, mà thay vào đó là hình thức kể chuyện và biện minh. Đó là lý do tại sao, trong trường hợp neo cảm xúc, mọi người đang cân nhắc giữa một câu chuyện, không thể định lượng, với lượng tài sản tài chính mà họ có sẵn để tiêu thụ. Lập luận kiểu như vậy không được mô tả tốt bằng loại lý thuyết kinh tế thông thường, nhưng nhiều bằng chứng ủng hộ khẳng định rằng lập luận của nhà đầu tư có hình thức này.

Các nhà tâm lý học Nancy Pennington và Reid Hastie đã cho thấy tầm quan trọng của những câu chuyện trong việc ra quyết định bằng

cách nghiên cứu cách các bồi thẩm viên đưa ra quyết định trong những vụ án khó. Họ phát hiện ra rằng cách tiếp cận của các bồi thẩm viên trong việc lý luận các vấn đề phức tạp của phiên tòa có xu hướng hình thành nên một câu chuyện, điền vào các chi tiết được cung cấp cho họ về vụ án thành một tường thuật mạch lạc về chuỗi sự kiện. Khi mô tả phán quyết của mình, họ có xu hướng không nói về số lượng hoặc xác suất, hoặc tổng hợp mức độ nặng nhẹ của chứng cứ, mà chỉ đơn thuần là kể một câu chuyện về vụ án, điển hình là theo diễn biến thời gian của các sự kiện và nhận xét câu chuyện của họ phù hợp đến mức nào và thống nhất trong nội bộ bồi thẩm đoàn đến thế nào.

Tương tự, những người bán cổ phiếu cho công chúng thường có xu hướng kể một câu chuyện về cổ phiếu, một câu chuyện sống động mô tả lịch sử của công ty, bản chất của sản phẩm và cách công chúng sử dụng sản phẩm. Cuộc gọi bán hàng thường không đem vào cuộc thảo luận thông tin về số lượng hoặc xác suất, hoặc liệu giá có ở mức phù hợp về mặt bằng chứng định lượng về cổ tức hoặc thu nhập trong tương lai hay không. Các yếu tố định lượng này không tương xứng với việc ra quyết định dựa trên tường thuật vốn dĩ đến với mọi người một cách tự nhiên.

Có một mối quan tâm cơ bản của con người đối với cờ bạc, được nhìn thấy dưới hình thức này hay hình thức khác trong tất cả các nền văn hóa, mối quan tâm này cũng thể hiện trong các thị trường đầu cơ. Một số nét hấp dẫn của cờ bạc, mặc dù các lợi thế thường hiệp đồng chống lại các con bạc, rõ ràng tác động thông qua tư duy dựa trên tường thuật. Khi nghe các con bạc nói chuyện, họ thường kể chuyện chứ không đánh giá xác suất, và các viễn cảnh được gợi nên bởi các câu chuyện dường như có ý nghĩa thực tế hơn bất kỳ khái niệm định lượng nào. Trong những câu chuyện này, con bạc sử dụng một phổ từ vựng khác với các nhà lý thuyết xác suất, ưu ái những từ như may mắn hoặc ngày may mắn và hiếm khi thốt ra những từ như xác suất hoặc khả năng. Đó là những câu chuyện về chiến thắng và thua lỗ của họ, là chuỗi sự kiện xảy ra trước lần may mắn nhất hoặc lần xui xẻo nhất của họ, là sức mạnh của trực giác của họ giúp

mang lại những canh bạc ngon ăn. Những câu chuyện này có thể truyền đạt ý nghĩa và cảm giác nhân-quả cho các sự kiện trong khi thực tế là hoàn toàn ngẫu nhiên.

Chúng ta ghi nhận rằng nhân viên có xu hướng đầu tư vào cổ phiếu công ty (nghĩa là cổ phiếu được phát hành bởi công ty họ đang làm), mặc dù việc đa dạng hóa đầu tư tránh khỏi nguồn sinh kế của chính họ sẽ có lợi hơn cho họ. Tính đến năm 2003, mười một triệu người tham gia kế hoạch 401(k) của Hoa Kỳ đã đầu tư hơn 20% tài sản của họ vào cổ phiếu công ty và tại một số công ty, như Coca-Cola, cổ phiếu của công ty đã đạt 90% tài sản. Xu hướng đầu tư vào cổ phiếu công ty đang làm có thể được hiểu là nhất quán với việc các nhà đầu tư bị ảnh hưởng bởi các câu chuyện: họ biết nhiều câu chuyện về công ty của chính họ hơn và vì vậy đầu tư vào cổ phiếu của các công ty đó.

Mọi người dường như cũng muốn xây dựng những lý do đơn giản cho quyết định của mình, như thể họ cảm thấy cần phải biện minh cho những quyết định đó bằng thuật ngữ đơn giản - nếu không phải với người khác, thì cũng là với chính bản thân họ. Với họ, việc phải có một lý do đơn giản để giải thích một quyết định cũng cần thiết như nhu cầu có một câu chuyện đằng sau một quyết định; cả những câu chuyện và lý do là những sự hợp thức hóa đơn giản có thể được truyền đạt bằng lời nói cho người khác.

Các nhà tâm lý học Eldar Shafir, Itamar Simonson và Amos Tversky đã chứng minh bằng thực nghiệm một hiệu ứng dường như thể hiện sự thiên vị quyết định được tạo thành do mọi người tìm kiếm các lý do đơn giản để biện minh cho các quyết định của bản thân. Họ đã trình bày cho các đối tượng của mình một sự lựa chọn đơn giản giữa hai tùy chọn: một lựa chọn là "nghèo nàn", không có đặc tính tích cực hoặc tiêu cực nổi bật. Cái còn lại là "phong phú", thể hiện hai đặc tính tích cực và tiêu cực rõ ràng. Trong một trong những thử nghiệm của họ, các đối tượng được yêu cầu chọn vị phụ huynh mà họ sẽ trao quyền nuôi dưỡng đứa con duy nhất. Phụ huynh A, lựa chọn nghèo nàn, được mô tả bằng các từ "thu

nhập trung bình, sức khỏe trung bình, giờ làm việc trung bình, mối quan hệ hợp lý với trẻ và đời sống xã hội tương đối ổn định." Phụ huynh B, lựa chọn phong phú, được mô tả bằng các từ "thu nhập trên trung bình, mối quan hệ rất gần gũi với trẻ, đời sống xã hội cực kỳ năng động, đi công tác nhiều, các vấn đề sức khỏe không đáng kể." Các thử nghiệm nhận thấy rằng lựa chọn của các đối tượng phụ thuộc vào cách họ được hỏi về hai lựa chọn. Một nhóm đối tượng được yêu cầu chọn vị phụ huynh mà họ sẽ trao quyền nuôi con, 64% đã chọn Phụ huynh B. Trong khi một nhóm thứ hai được yêu cầu chọn cha mẹ mà họ sẽ từ chối quyền nuôi con, 55% lại chọn Phụ huynh B. Câu trả lời chiếm ưu thế được đưa ra bởi hai nhóm không nhất quán về mặt logic, nhưng chúng phù hợp với cảm giác rằng người ta phải có một lý do vững chắc để biện minh cho một quyết định. Các nhà tâm lý học thấy rằng xu hướng tương tự xảy ra ngay cả đối với các quyết định hoàn toàn mang tính cá nhân, không bao giờ cần phải giải thích cho người khác.

Lý do để nắm giữ cổ phiếu hoặc các khoản đầu tư khác có thể tính đến khía cạnh đạo đức cũng như thực tế. Văn hóa của chúng ta có thể cung cấp lý do để nắm giữ cổ phiếu và các phương tiện tiết kiệm khác có liên quan đến ý thức của chúng ta là những người có trách nhiệm, như những người tốt hoặc có trình độ. Nhớ lại cuốn sách xuất bản năm 1996 *Millionaire Next Door*, đây là cuốn sách bán chạy nhất trong suốt cuộc bùng nổ thị trường chứng khoán những năm 1990. Cuốn sách đưa ra quan điểm rằng hầu hết các triệu phú ở Hoa Kỳ không phải là những người cực kỳ giỏi kiếm tiền, mà chỉ là những người cực kỳ giỏi tiết kiệm: những người bình thường không bị lôi kéo mua một chiếc xe mới mỗi năm, hay những hố chôn tiền giống vậy. Cuốn sách này không chỉ là một nghiên cứu thú vị về các triệu phú; nó cũng lan tỏa một thông điệp tinh tế cho thấy sự vượt trội về đạo đức của những người nắm giữ và dần dần tích lũy của cải trong suốt cuộc đời. Do đó nó cung cấp một lý do hấp dẫn để tiết kiệm và đầu tư. Cuốn sách không đưa ra các phân tích về tỉ lệ P/E hoặc bất cứ điều gì xa xôi như lời khuyên đầu tư cụ thể, do đó củng

cố một cách tinh tế ấn tượng rằng những thứ ấy chẳng có gì quan trọng. Thay vào đó, nó cung cấp rất nhiều câu chuyện về những người thành đạt có lối sống thanh đạm, nhiều người trong số họ đã trở nên giàu có trong thị trường bò những năm 1980 và 1990 - những câu chuyện với những chi tiết sống động và tuyệt vời cho độc giả. Câu chuyện hấp dẫn mà cuốn sách khắc họa về các triệu phú đầu tư, những người không thử thách thị trường bằng cách cố gắng bán cổ phiếu lấy tiền và tiêu xài của cải chính là loại neo cảm xúc cần thiết để duy trì một thị trường tăng trưởng bất thường.

Tự tin thái quá và phán đoán theo trực giác

Khi đánh giá tầm quan trọng của những mỏ neo tâm lý này đối với thị trường, điều quan trọng là phải nhớ rằng dường như có một xu hướng phổ biến đối với sự tự tin quá mức trong niềm tin của một người. Mọi người sẵn sàng hành động dựa trên những câu chuyện hoặc lý do mà người ta có thể nghĩ rằng họ nên đặt ít niềm tin vào đó.

Mọi người nghĩ rằng họ biết rất nhiều, dù thực tế không như điều họ nghĩ. Họ thích bày tỏ ý kiến về những vấn đề họ có tí kiến thức về nó, và họ thường hành động theo những ý kiến này. Tất cả chúng ta đã quan sát hết lần này đến lần khác rằng có rất nhiều ngài biết tuốt ngoài kia. Nhưng các nhà tâm lý học đã mô tả xu hướng tự tin thái quá với một số sự quan tâm và chỉ dẫn về tính phổ quát của nó.

Các nhà tâm lý học Baruch Fischhof, Paul Slovic và Sarah Lichtenstein đã chỉ ra rằng nếu mọi người được hỏi những câu hỏi thực tế đơn giản (chẳng hạn như hai tạp chí nổi tiếng nào có lượng phát hành cao hơn hoặc hai nguyên nhân gây tử vong thường gặp hơn) và sau đó được yêu cầu đưa ra xác suất mà câu trả lời của họ là đúng, họ có xu hướng đánh giá quá cao xác suất mà họ đúng. Trên thực tế, khi mọi người nói rằng họ chắc chắn rằng họ đã đúng, thực tế họ chỉ đúng khoảng 80% trường hợp.

Kết quả này đã là chủ đề gây tranh cãi giữa các nhà tâm lý học, và hiện tượng tự tin thái quá đã không được chứng thực là điều phổ biến. Thực tế đã chứng minh rằng đôi khi mọi người có thể được đào tạo về sự tự

tin thái quá của họ trong môi trường thử nghiệm. Tuy nhiên, một số xu hướng cơ bản đối với sự tự tin thái quá dường như là một đặc điểm mạnh mẽ của con người: sự thiên vị chắc chắn là nghiêng về tự tin thái quá hơn là kém tự tin. Tôi nhận thấy rõ ràng sự tự tin thái quá khi phỏng vấn các nhà đầu tư; họ dường như bày tỏ ý kiến quá mạnh mẽ và vội vàng đưa ra những phán quyết tổng kết.

Từ lâu các nhà tâm lý học đã tự hỏi tại sao có vẻ mọi người đều tự tin thái quá. Khi đánh giá tính đúng đắn trong các kết luận của mọi người, một giả thuyết cho rằng mọi người có xu hướng đánh giá xác suất họ đúng ở bước cuối cùng của quá trình lý luận, quên đi có bao nhiêu yếu tố khác trong lý luận của họ có thể sai. Một giả thuyết khác là mọi người đưa ra phán đoán xác suất bằng cách tìm kiếm sự tương đồng với các quan sát họ đã biết khác mà quên rằng có nhiều quan sát khả dĩ khác mà họ có thể đưa vào so sánh. Lý do cho sự tự tin quá mức có thể cũng liên quan đến thiên lệch nhận thức muộn (*hindsight bias*), một xu hướng nghĩ rằng người ta có thể đã biết các sự kiện thực tế sắp xảy ra trước khi chúng thực sự xảy ra, có một sự kiện sau đó hoặc có lý do để chú ý. Thiên lệch nhận thức muộn khuyến khích một thế giới quan dễ đoán hơn thực tế.

Một yếu tố khác trong sự tự tin thái quá có liên quan đến thị trường đầu cơ là tư duy ma thuật. Khi chúng ta nói về trực giác của con người về khả năng một khoản đầu tư sẽ trở nên tốt hay tệ và quyết định đầu tư của chính họ, chúng ta đang nói về những suy nghĩ sâu xa nhất của họ - những suy nghĩ mà họ không phải giải thích hay biện minh với người khác. Các mô hình tư tưởng được các nhà tâm lý học gọi là "tư duy ma thuật" hay "tư duy cận ma thuật" có khả năng đóng một vai trò trong vấn đề này. Mọi người thi thoảng có cảm giác rằng một số hành động nhất định sẽ khiến họ may mắn ngay cả khi họ biết một cách logic rằng các hành động đó không thể có ảnh hưởng đến vận may của họ.

Mọi người sẽ đưa ra quyết định nghiêm túc dựa trên suy nghĩ phi logic nếu buộc phải thừa nhận. Nghiên cứu đã chứng minh rằng mọi người sẽ đặt cược lớn hơn vào một đồng xu chưa được ném hơn so với

đồng xu đã được ném (và kết quả đã được giấu đi). Và mọi người, nếu được hỏi họ sẽ cần bao nhiêu tiền để nhượng lại một tờ vé số mà họ đang giữ, sẽ đưa ra con số lớn hơn bốn lần số tiền họ đã bỏ ra để mua vé. Rõ ràng, ở một số cấp độ ma thuật nào đó, mọi người nghĩ rằng họ có thể ảnh hưởng đến một đồng xu chưa được tung và ảnh hưởng đến khả năng trúng xổ số bằng cách chọn số.

Dựa trên kết quả thử nghiệm như vậy, có vẻ như mọi người có khả năng suy nghĩ, ít nhất là ở mức độ trực giác nào đó, "Nếu tôi mua một cổ phiếu, thì nó sẽ lên giá" hoặc "Nếu tôi mua một cổ phiếu, thì những người khác cũng có thể muốn mua cổ phiếu đó, vì họ giống như tôi" hay "Gần đây, tôi đỏ lắm; may mắn đứng về phía tôi." Một cách tinh tế, suy nghĩ như thế sẽ góp phần vào sự tự tin thái quá có thể giúp truyền bá bong bóng đầu cơ.

Một khía cạnh khác của sự tự tin là mọi người có xu hướng đưa ra phán đoán trong các tình huống không chắc chắn bằng cách tìm kiếm các mô thức quen thuộc và cho rằng các mô thức trong tương lai sẽ giống với các mô thức trong quá khứ, thường không xem xét đầy đủ các lý do cho mô thức hoặc xác suất của mô thức lặp lại. Sự bất thường này trong khả năng phán xét của con người, được gọi là suy nghiệm đại diện (*representativeness heuristic*), đã được minh họa trong một số thử nghiệm của các nhà kinh tế học hành vi Tversky và Kahneman.

Ví dụ, các nhà nghiên cứu này yêu cầu mọi người đoán nghề nghiệp, từ một danh sách các nghề nghiệp, của những người có mô tả tính cách nhất định. Nếu mô tả được đưa ra là người đó có tính nghệ sĩ và nhạy cảm, họ có xu hướng chọn nhạc trưởng hoặc nhà điêu khắc, thay vì người lao động chân tay hoặc thư ký, bỏ qua hoàn toàn thực tế rằng các nghề nghiệp trình bày phía trước là cực kỳ hiếm gặp và do đó câu trả lời ít có khả năng đúng. Sẽ là khôn ngoan hơn, khi trả lời những câu hỏi như vậy, mà không bao giờ chọn câu trả lời là nhạc trưởng hoặc nhà điêu khắc, vì xác suất tỉ lệ cơ sở rất thấp. Nhưng mọi người tìm kiếm nghề nghiệp phù hợp nhất, coi thường xác suất tỉ lệ cơ bản.

Sự tự tin thái quá, cho dù được tạo nên từ nguyên nhân nào, dường như là một yếu tố nền tảng thúc đẩy khối lượng giao dịch cao mà chúng ta quan sát thấy trong các thị trường đầu cơ. Nếu không có sự tự tin quá mức như vậy, người ta sẽ nghĩ rằng có rất ít giao dịch trên thị trường tài chính. Nếu mọi người hoàn toàn hành động theo lý trí, thì, đại khái, một nửa số nhà đầu tư nên nghĩ rằng họ có khả năng giao dịch dưới mức trung bình và do đó không sẵn sàng thực hiện giao dịch đầu cơ với nửa kia, những người mà họ nghĩ có thể sẽ lấn át họ trong giao dịch. Do đó, một nửa trên trung bình sẽ không có ai để giao dịch và lý tưởng nhất là không có giao dịch vì lý do đầu cơ.

Sự tự tin thái quá trong các phán đoán đôi khi có thể khiến mọi người tin rằng họ biết khi nào một biến động thị trường sẽ diễn ra, ngay cả khi họ thường tin rằng đó là vấn đề trí tuệ mà giá cổ phiếu không thể dự đoán được. Trong cuộc khảo sát mà tôi đã thực hiện với các nhà đầu tư ngay sau vụ sụp đổ ngày 19 tháng 10 năm 1987, tôi đã hỏi, "Bạn có nghĩ bất cứ lúc nào vào ngày 19 tháng 10 năm 1987, rằng bạn có một ý tưởng khá rõ về thời điểm sự phục hồi sẽ xảy ra không?" Trong số các nhà đầu tư cá nhân đã mua vào ngày hôm đó, 47,1% nói có; trong số các nhà đầu tư tổ chức, 47,9% nói có. Do đó, gần một nửa số giao dịch ngày hôm đó nghĩ rằng họ biết thị trường sẽ làm gì vào ngày hôm đó. Tôi thấy điều này đáng chú ý. Ngay cả các nhà đầu tư cá nhân, hầu hết trong số họ không mua hoặc bán vào ngày hôm đó, 29,2% trả lời có cho câu hỏi này; còn với các nhà đầu tư tổ chức, 28% trả lời có.

Tại sao mọi người nghĩ rằng họ biết thị trường sẽ diễn biến ra sao vào bất kỳ ngày nào, và đặc biệt là vào một ngày hỗn loạn như vậy? Ý tưởng rằng người ta biết những điều như vậy trái ngược với những quan sát cơ bản nhất về dự báo thị trường, và trái ngược với sự khôn ngoan thông thường rằng canh thời điểm thị trường chính xác là rất khó. Một số ít người dường như không nhất quán trong niềm tin thị trường không bao giờ được dự báo trước.

Câu hỏi tiếp theo trong bảng câu hỏi là, "Nếu có, điều gì khiến bạn nghĩ rằng bạn biết khi nào sự phục hồi sẽ xảy ra?" Có một sự thiếu vắng đáng chú ý nền tảng vững chắc cho các câu trả lời. Các đáp viên đưa ra các câu trả lời gồm "trực giác," "linh tính," "bằng chứng lịch sử và lẽ thường," hay "tâm lý thị trường." Việc đề cập đến các dữ kiện cụ thể hoặc tham chiếu đến các lý thuyết rõ ràng là rất hiếm, ngay cả trong số các nhà đầu tư tổ chức.

Những cảm giác mang tính trực giác về diễn biến trong tương lai của thị trường là vô cùng quan trọng đối với quá trình sụp đổ của thị trường chứng khoán, vì rõ ràng chính những phán đoán trực giác này đã đặt ra các mỏ neo ngăn chặn sự giảm giá. Để hiểu bong bóng đầu cơ, tích cực hay tiêu cực, chúng ta phải thừa nhận rằng sự tự tin thái quá trong các phán đoán trực giác của một người đóng vai trò nền tảng.

Sự mong manh của các mỏ neo: Suy nghĩ khó khăn trước các quyết định tương lai

Các mỏ neo tâm lý được thảo luận ở đây giải thích cho sự ổn định của thị trường từ ngày này sang ngày khác, nhưng chúng ta cũng phải tính đến khả năng các mỏ neo này thỉnh thoảng buông lỏng - đôi khi là đột ngột. Thị trường có những thay đổi mạnh mẽ. Một phần lý do khiến thị trường làm ta ngạc nhiên hết lần này đến lần khác là các tin tức có ảnh hưởng đến lập luận của mọi người, thậm chí ngoài mong đợi của họ.

Các nhà tâm lý học Eldar Shafir và Amos Tversky đã mô tả một hiện tượng mà họ gọi là lý luận không mang tính hệ quả: lý luận được đặc trưng bởi việc không thể suy nghĩ thông qua các kết luận cơ bản mà người ta sẽ rút ra trong tương lai nếu các sự kiện giả định xảy ra. Theo Shafir và Tversky, mọi người không thể quyết định cho đến khi các sự kiện thực sự xảy ra. Khi chúng ta học chơi các trò chơi logic (ví dụ như cờ vua), chúng ta phải thực hành suy nghĩ trước các quyết định mà chúng ta sẽ đưa ra trong tương lai để đối phó với các quyết định của người cùng chơi. Người ta học cách suy nghĩ, "Nếu tôi di chuyển đến đây, thì

cô ấy có thể di chuyển đến đây hoặc ở đó, và nếu cô ấy chuyển đến đây tôi sẽ ổn, nhưng nếu cô ấy chuyển đến đó tôi sẽ phải đối mặt với một tình huống khó khăn". Tức là, một người học được suy nghĩ thông qua sự phân nhánh của tất cả các nhánh liên quan của cây quyết định. Trong cuộc sống hàng ngày, ở một mức độ nào đó, chúng ta thực hành các chế độ suy nghĩ giống như chúng ta đã học khi chơi các trò chơi này. Nhưng các quyết định trong thế giới thực bị che mờ bởi cảm xúc và thiếu mục tiêu được xác định rõ ràng và nhìn chung mọi người thường không hành xử như thể họ đã nghĩ trước đó.

Shafir và Tversky đưa ra một ví dụ về các sinh viên quyết định việc có nên đi nghỉ ở Hawaii sau khi biết liệu họ đã vượt qua hay trượt trong một kỳ thi quan trọng. Khi đối mặt với sự lựa chọn như vậy, họ nhìn vào tâm trí của chính họ để tìm cảm giác về lựa chọn. Một số học sinh đã vượt qua kỳ thi sẽ nghĩ rằng, "Tôi nên thực hiện kỳ nghỉ như một kỷ niệm và một phần thưởng". Một số học sinh thi trượt sẽ nghĩ rằng, "Tôi nên thực hiện kỳ nghỉ như một sự an ủi, để cải thiện tâm trạng của tôi sau khi thất bại". Vài sinh viên sẽ quyết định đi nghỉ dù họ có vượt qua kỳ thi hay không. Những học sinh sẽ đi nghỉ cho dù kết quả kỳ thi có ra sao, nếu họ hoàn toàn hành động theo lý trí, nên đặt chỗ kỳ nghỉ trước kỳ thi, vì thông tin về kết quả của kỳ thi không thực sự liên quan với quyết định của họ. Nhưng những người này đôi khi gặp khó khăn lớn khi đưa ra lựa chọn như vậy trước khi họ biết kết quả của kỳ thi. Trước kỳ thi, họ không thể lường trước đầy đủ lý do cảm xúc để thực hiện kỳ nghỉ, và vì vậy họ có thể cảm thấy không ổn với quyết định đó.

Mặc dù ví dụ này đưa ra một tình huống mà trong đó, những khó khăn mà mọi người gặp phải là quyết định họ sẽ cảm thấy như thế nào trong tương lai, thay vì quyết định các câu hỏi về thực tế đơn giản như trong trò chơi cờ vua, trong thực tế, các quyết định đầu tư có thể có thành phần cảm xúc cũng tương tự như quyết định có nên đi nghỉ không.

Vì lý do này, tác động của những câu chuyện tin tức trên thị trường chứng khoán đôi khi có liên quan nhiều hơn đến việc khám phá cách

chúng ta cảm nhận về tin tức hơn là phản ứng logic đối với tin tức. Khi đó chúng ta có thể đưa ra quyết định mà trước khi biết tin, ta không thể nào đưa ra được. Một phần vì lý do này là sự biến mất của một mỏ neo tâm lý có thể rất khó đoán: mọi người khám phá những điều về bản thân họ, về cảm xúc và khuynh hướng của chính họ, chỉ sau khi thay đổi giá cả xảy ra.

Neo tâm lý của thị trường móc vào những điều kỳ lạ nhất dọc theo đáy ý thức rất nhầy nhụa của chúng ta. Chiếc neo có thể nhảy cóc và kéo, chỉ để chộp lại một số vật thể có sức mạnh sẽ làm chúng ta ngạc nhiên nếu nhìn thấy nó xuất hiện. Chúng ta đã xem xét trong chương này một số yếu tố tâm lý giải thích bản chất của các neo như vậy. Nhưng các mỏ neo có thể có ý nghĩa đối với toàn bộ thị trường chỉ khi những suy nghĩ tương tự đi vào tâm trí của nhiều người. Trong chương tiếp theo, chúng ta chuyển sang nền tảng xã hội của tư duy: xu hướng hành vi bầy đàn và sự lây lan của các ý tưởng.

CHƯƠNG 10

HÀNH VI BẦY ĐÀN VÀ DỊCH BỆNH

Một quan sát cơ bản về xã hội loài người là những người giao tiếp thường xuyên với nhau có suy nghĩ tương tự nhau. Ở bất cứ nơi nào và bất cứ lúc nào cũng có một zeitgeist, hay tinh thần của thời đại. Điều quan trọng là phải hiểu nguồn gốc của suy nghĩ tương tự này, để chúng ta có thể đánh giá tính hợp lý của các lý thuyết về biến động đầu cơ quy định sự thay đổi giá cả do suy nghĩ sai lầm. Nếu hàng triệu người đầu tư hoàn toàn độc lập với nhau, mọi suy nghĩ sai lầm sẽ có xu hướng bị trung bình hóa, và suy nghĩ như vậy sẽ không ảnh hưởng đến giá cả. Nhưng nếu suy nghĩ "ít máy móc" không theo quan hệ nhân quả hoặc suy nghĩ phi lý trên thực tế giống nhau giữa một số lượng người đông đảo, thì suy nghĩ như vậy thực sự có thể là nguồn gốc của sự bùng nổ và sụp đổ của thị trường chứng khoán.

Một phần lý do khiến phán xét của mọi người giống nhau ở những thời điểm tương tự là vì họ đang phản ứng với cùng một thông tin đang phổ biến tại thời điểm đó. Nhưng, như chúng ta sẽ thấy trong chương này, phản ứng hợp lý đối với thông tin công khai không phải là lý do duy nhất khiến mọi người nghĩ tương tự, cũng như không phải việc sử dụng thông tin công khai đó luôn luôn phù hợp hoặc được lập luận chặt chẽ.

Ảnh hưởng và thông tin xã hội

Nhà tâm lý học xã hội nổi tiếng Solomon Asch đã báo cáo một thử nghiệm vào năm 1952 trong đó ông đã giải thích – và cũng được nhiều người khác giải thích - sức mạnh to lớn của áp lực xã hội lên phán đoán

cá nhân. Bài nghiên cứu của ông được xuất bản vào thời điểm cộng đồng lo ngại rộng rãi với những tác động của tuyên truyền cộng sản, báo động về các kỹ thuật tẩy não thành công rõ ràng của những cộng sản Trung Quốc, và tiếp tục bối rối về khả năng của Đức quốc xã đạt được phản ứng phục tùng khi ra lệnh diệt chủng dân Do Thái và những người "không mong muốn" khác. Những phát hiện của Asch được trích dẫn rộng rãi trên các phương tiện truyền thông là cơ sở khoa học cho những tuyên bố rằng mọi người không có phán đoán độc lập hoàn toàn. Kết quả của ông vẫn được trích dẫn ngày hôm nay; những người tìm thấy sai sót nghiêm trọng trong việc giải thích những kết quả đó của ông gần như không được nhớ nhiều.

Trong thử nghiệm nổi tiếng của mình, Asch đã đặt đối tượng nghiên cứu vào một nhóm gồm bảy đến chín người khác, những người này là hoàn toàn xa lạ với đối tượng, những đồng minh ngầm đã được Asch chỉ dẫn. Cả nhóm được yêu cầu trả lời một chuỗi mười hai câu hỏi về độ dài của các đoạn thẳng trên thẻ và đối tượng nghiên cứu sẽ nghe hầu hết các câu trả lời khác trước khi đưa ra câu trả lời của riêng mình trước nhóm. Các câu trả lời chính xác cho các câu hỏi là rõ ràng, nhưng các đồng minh ngầm đã cố tình đưa ra câu trả lời sai cho bảy trong số mười hai câu hỏi. Đối mặt với một nhóm người nhất trí đưa ra những câu trả lời rõ ràng là sai cho các câu hỏi, một phần ba số lần các đối tượng thúc thủ và đưa ra những câu trả lời sai giống như đã được đưa ra bởi các đồng minh. Hơn nữa, các đối tượng thường có dấu hiệu lo lắng hoặc đau khổ, cho thấy rằng nỗi sợ bị xem là khác biệt hoặc ngu ngốc trước cả nhóm đã thay đổi phán đoán của họ.

Asch giải thích kết quả của mình là do áp lực xã hội. Có lẽ có một số giá trị cho cách giải thích này, nhưng kết quả bất ngờ là câu trả lời sai của các đối tượng không phải chủ yếu do áp lực như vậy. Ba năm sau khi Asch công bố phát hiện của mình, các nhà tâm lý học Morton Deutsch và Harold Gerard đã báo cáo một biến thể của thử nghiệm của Asch trong đó các đối tượng được thông báo rằng họ đã được đặt ẩn danh vào một

nhóm người, những người mà họ chưa bao giờ nhìn thấy và sẽ không bao giờ nhìn thấy, và đối tượng chỉ có thể quan sát câu trả lời của những người này gián tiếp thông qua tín hiệu điện tử. (Trên thực tế, thực sự không có nhóm nào cả). Các đối tượng có thể đưa ra câu trả lời cho câu hỏi của mình chỉ bằng cách nhấn nút, những người khác trong nhóm sẽ không quan sát đối tượng, do đó không cần phải đối mặt với nhóm. Ngoài ra, thử nghiệm được tiến hành giống với thử nghiệm của Asch trước đây - và các đối tượng đã đưa ra số câu trả lời sai gần như bằng với thử nghiệm trước.

Deutsch và Gerard kết luận rằng những câu trả lời sai trong thử nghiệm Asch đã được đưa ra phần lớn vì mọi người chỉ nghĩ đơn giản rằng tất cả những người khác không thể sai. Họ đã phản ứng với *thông tin mà một nhóm đông người đưa ra một kết luận khác với họ*, thay vì chỉ sợ bày tỏ ý kiến trái ngược trước một nhóm. Hành vi này là một vấn đề tính toán hợp lý: trong cuộc sống hàng ngày, chúng ta đã học được rằng khi một nhóm người đông đảo nhất trí với câu trả lời cho một câu hỏi về thông tin đơn giản, các thành viên của nhóm đó gần như chắc chắn đúng. Sự lo lắng và đau khổ mà các đối tượng của Asch thể hiện có thể xuất phát một phần từ kết luận của họ rằng cảm giác của chính họ đâu đó không đáng tin cậy.

Một loạt các thử nghiệm được trích dẫn rộng rãi khác liên quan đến hành vi bầy đàn là các cuộc điều tra của Stanley Milgram, về sức mạnh của chuyên gia. Trong các thử nghiệm Milgram, đối tượng được yêu cầu thực hiện sốc điện cho một người khác ngồi gần đó, một lần nữa, là người đối tượng không biết, và người này là đồng minh của nhà nghiên cứu. Thực sự không có cú sốc điện nào xảy ra cả, nhưng người đồng minh giả vờ như đang bị sốc điện, bị đau đớn và bị thương. Người đồng minh kêu lên rằng anh ta đang rất đau khổ và yêu cầu dừng thử nghiệm. Nhưng khi người tiến hành thử nghiệm nói với các đối tượng tiếp tục thực hiện sốc điện, nhấn mạnh rằng các cú sốc sẽ không gây tổn thương mô vĩnh viễn, nhiều người đã làm như vậy.

Những kết quả này đã được giải thích rộng rãi là sự thể hiện sức mạnh to lớn của các chuyên gia lên tâm trí con người. Thật vậy, phần nào kết quả có thể được hiểu như thế. Nhưng có một cách giải thích khác: mọi người đã học được rằng khi các chuyên gia nói với họ điều gì đó là ổn, có lẽ là như vậy, ngay cả khi trông nó có vẻ không như vậy. (Trên thực tế, điều đáng chú ý là trong trường hợp này, người tiến hành thử nghiệm đã thực sự đúng: mọi chuyện vẫn ổn khi tiếp tục thực hiện những "cú sốc" mặc dù hầu hết các đối tượng không nghi ngờ lý do). Do đó, kết quả của thử nghiệm Milgram cũng có thể được hiểu là sự nảy sinh từ quá khứ học hỏi về độ tin cậy của quyền lực.

Các nghiên cứu của Asch và Milgram vẫn thú vị hơn bao giờ hết khi nhìn từ quan điểm của giải thích dựa trên thông tin này. Các thử nghiệm chứng minh rằng mọi người sẵn sàng tin vào quan điểm của đa số hoặc tin vào các chuyên gia ngay cả khi họ hoàn toàn mâu thuẫn với sự phán xét thực tế. Và hành vi của họ trên thực tế phần lớn là đầy lý trí và thông minh. Hầu hết mọi người đã có nhiều kinh nghiệm trước đây về việc mắc lỗi khi họ mâu thuẫn với các phán đoán của một nhóm lớn hơn hoặc của chuyên gia, và họ đã học được từ những kinh nghiệm này. Do đó, các thử nghiệm Asch và Milgram cho chúng ta một cách nhìn khác về hiện tượng tự tin thái quá: mọi người tôn trọng người có thẩm quyền trong việc đưa ra ý kiến về việc sau này họ sẽ tự tin thái quá, chuyển từ niềm tin của họ vào người có thẩm quyền sang phán đoán của họ dựa trên các chuyên gia đó.

Với loại hành vi được quan sát bởi Asch và Milgram, không có gì đáng ngạc nhiên khi nhiều người chấp nhận thẩm quyền nhận thức của người khác về các vấn đề như định giá thị trường chứng khoán. Hầu hết mọi người không tin tưởng vào phán đoán của chính họ trong lĩnh vực này cũng như các đối tượng thử nghiệm tin vào bằng chứng của chính họ về độ dài của các đoạn thẳng trên thẻ hoặc nỗi đau và sự chịu đựng mà một người ngồi bên cạnh họ đang trải qua.

Lý thuyết kinh tế về hành vi bầy đàn và dòng thác thông tin

Ngay cả những người hoàn toàn lý trí cũng có thể tham gia vào hành vi bầy đàn khi họ suy tính đến các phán xét của người khác, và ngay cả khi họ biết rằng những người khác đang cư xử theo cách giống như bầy đàn. Hành vi, mặc dù hợp lý về mặt cá nhân, khi tạo ra hành vi nhóm, theo nghĩa được xác định rõ, là không hợp lý. Hành vi giống như bầy đàn này được cho là xuất phát từ dòng thác thông tin.

Một câu chuyện đơn giản sẽ minh họa làm thế nào một dòng thác thông tin như vậy có thể bắt đầu. Giả sử hai nhà hàng mở cạnh nhau. Mỗi khách hàng tiềm năng phải lựa chọn giữa hai nhà hàng này. Những khách hàng tiềm năng có thể đưa ra một số đánh giá về chất lượng của từng nhà hàng khi quan sát nó qua cửa sổ phía trước, nhưng những đánh giá như vậy sẽ không chính xác lắm. Vị khách đầu tiên phải chọn chỉ dựa trên việc quan sát hai nhà hàng đang trống và đưa ra lựa chọn. Tuy nhiên, khách hàng tiềm năng tiếp theo không chỉ dựa vào thông tin của chính họ, dựa trên bề ngoài của nhà hàng, mà còn bằng cách nhìn thấy khách hàng đầu tiên đăng ăn ở nhà hàng này hay nhà hàng kia, tức là thông tin về sự lựa chọn của khách hàng đầu tiên. Nếu khách hàng thứ hai chọn vào cùng một nhà hàng với khách hàng thứ nhất, thì khách hàng thứ ba sẽ thấy hai người đang ăn trong nhà hàng đó. Kết quả cuối cùng có thể là tất cả các khách hàng đều ăn cùng một nhà hàng và đó có thể là nhà hàng dở hơn, vì không có sự xem xét thực sự về bằng chứng kết hợp vốn có trong tất cả các quan sát của họ về hai nhà hàng. Nếu tất cả trong số họ đã có thể tập hợp những ấn tượng đầu tiên của họ và thảo luận về những điều này như một nhóm, họ có thể đã có thể suy ra nhà hàng nào có khả năng là nhà hàng tốt hơn. Nhưng trong kịch bản này, họ không thể sử dụng thông tin của nhau, vì họ không tiết lộ thông tin của mình cho người khác khi họ chỉ theo dõi người khác mà thôi.

Câu chuyện về nhà hàng, và lý thuyết kinh tế làm nền tảng cho nó, bản thân nó không phải là một lý thuyết về bong bóng thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, nó có liên quan rõ ràng với hành vi của thị trường

chứng khoán và nó có thể cung cấp nền tảng cho một lý thuyết về cách các nhà đầu tư lý trí có thể bị dẫn dắt lạc lối. Theo lý thuyết như vậy, quan niệm phổ biến rằng mức giá thị trường là kết quả của một kiểu đồng thuận của các nhà đầu tư về giá trị thực của thị trường là hoàn toàn sai. Thực sự chẳng ai bỏ phiếu thuận hay chống ở đây. Thay vào đó, mọi người lựa chọn một cách hợp lý là không, lãng phí thời gian và công sức của họ trong việc thực hiện phán đoán của mình về thị trường, và do đó chọn không gây ra bất kỳ tác động độc lập nào trên thị trường. Cuối cùng, tất cả các lý thuyết về dòng thác thông tin như vậy là các lý thuyết về sự thất bại của thông tin trong phổ biến và đánh giá giá trị cơ bản thực sự.

Điều quan trọng là phải nhấn mạnh rằng sự thất bại trong việc phổ biến thông tin cho người khác có thể được mô hình hóa trong lý thuyết kinh tế về mặt hành vi duy lý thuần túy không có giới hạn về trí thông minh, chỉ có những hạn chế về thông tin đã được tiết lộ. Nhưng để đạt được sự hiểu biết tốt hơn về các vấn đề liên quan đến việc định giá sai thị trường tài chính, người ta cũng phải hiểu một số thông số về hành vi của con người, về những hạn chế trong xử lý thông tin của con người, có liên quan đến việc truyền thông tin và tiềm năng của bong bóng đầu cơ.

Xử lý thông tin và truyền khẩu

Tâm trí con người là sản phẩm của sự tiến hóa gần như hoàn toàn không hiện diện chữ in, e-mail, Internet hoặc bất kỳ phương tiện nhân tạo nào khác. Xã hội loài người đã có thể chinh phục hầu hết các môi trường sống của hành tinh này chủ yếu nhờ khả năng xử lý thông tin bẩm sinh của chính nó. Một thành phần cơ bản của khả năng xử lý thông tin này là truyền đạt hiệu quả các sự kiện quan trọng từ người này sang người khác.

Khả năng truyền đạt kiến thức vượt trội này đã được thực hiện trong vài triệu năm qua bởi những thay đổi tiến hóa trong não người đã tối ưu hóa các kênh giao tiếp và tạo ra một động lực cảm xúc để giao tiếp hiệu quả. Chính vì sự thúc đẩy cảm xúc này mà đối với hầu hết mọi người,

hoạt động yêu thích là trò chuyện. Hãy nhìn xung quanh bạn. Bất cứ nơi nào bạn đi, khi hai hoặc nhiều người không làm việc hoặc chơi hoặc ngủ (và, trong một số trường hợp, ngay cả khi họ đang làm những việc này), họ đang nói chuyện. Việc trao đổi thông tin liên tục là một đặc điểm cơ bản của loài chúng ta. Thông tin có xu hướng lưu chuyển nhanh nhất là loại có thể giúp ích cho xã hội trong nhiều thế kỷ qua trong cuộc sống hàng ngày của nó: thông tin về những thứ như nguồn thực phẩm, mối nguy hiểm hoặc các thành viên khác trong xã hội.

Vì lý do này, trong xã hội hiện đại, có khả năng sẽ nhanh chóng lan truyền cuộc trò chuyện về cơ hội mua cổ phiếu nóng, hoặc về các mối đe dọa ngay lập tức đối với sự giàu có của cá nhân, hoặc về câu chuyện của những người điều hành một công ty. Những chủ đề này giống như những điều mà tổ tiên chúng ta đã trò chuyện với nhau từ thời xa xưa. Nhưng cuộc trò chuyện về các chủ đề trừu tượng dường như không trôi chảy, chẳng hạn như toán học tài chính, hoặc số liệu thống kê về lợi nhuận tài sản, hoặc mức tiết kiệm tối ưu cho nghỉ hưu. Truyền tải những kiến thức như vậy tất nhiên là tốn nhiều nỗ lực, không thường xuyên và không hoàn hảo.

Giao tiếp mặt-đối-mặt và giao tiếp qua truyền thông

Các phương tiện truyền thông thông thường - truyền thông in ấn, truyền hình và phát thanh - có khả năng truyền bá ý tưởng xuất sắc nhưng khả năng tạo ra các hành vi tích cực còn nhiều hạn chế. Giao tiếp giữa các cá nhân, đặc biệt là giao tiếp mặt đối mặt hoặc truyền khẩu, vẫn có tác động mạnh mẽ nhất đến hành vi của chúng ta.

Trong một nghiên cứu năm 1986 về các nhà đầu tư cá nhân, John Pound và tôi đã tìm cách xác định sự chú ý của họ bị hút vào một cổ phiếu lần đầu như thế nào. Chúng tôi đã gửi một bảng câu hỏi đến một mẫu ngẫu nhiên các nhà đầu tư cá nhân và yêu cầu họ xem xét công ty có cổ phiếu mà họ đã mua gần đây nhất. Chúng tôi đã hỏi, "Điều gì thu hút sự chú ý của bạn đến công ty đầu tiên?" Chỉ có 6% trả lời là tạp chí hoặc

báo. Phần lớn các câu trả lời nêu lên các nguồn có liên quan đến giao tiếp trực tiếp giữa người với người. Ngay cả khi mọi người đọc nhiều, sự chú ý và hành động của họ dường như bị kích thích nhiều hơn bởi giao tiếp giữa người với người.

Sức mạnh của giao tiếp truyền khẩu giữa người với người về các khoản đầu tư đã được minh họa rất nhiều qua tài liệu của các đơn vị giám sát thị trường tại các sàn giao dịch và trong Ủy ban Giao dịch Chứng khoán. Mục tiêu của họ là phát hiện giao dịch nội gián, và đến cuối cùng, họ cẩn thận theo dõi dấu vết liên lạc giữa các nhà đầu tư cá nhân. Ví dụ, các tài liệu tòa án tiết lộ rằng một chuỗi các giao tiếp truyền khẩu đã bị phanh phui vào tháng 5 năm 1995, khi một thư ký tại IBM được yêu cầu sao chép các tài liệu có liên quan đến việc tiếp quản Lotus Development Corporation vốn là bí mật của IBM, đây là một thỏa thuận dự kiến sẽ được công bố vào ngày 5 tháng 6 cùng năm. Cô dường như chỉ nói với chồng mình, một người bán máy nhắn tin. Vào ngày 2 tháng 6, anh ta nói với một người khác, một đồng nghiệp, người này đã mua cổ phiếu mười tám phút sau, và một người bạn khác, một kỹ thuật viên máy tính, đã bắt đầu một chuỗi các cuộc gọi điện thoại. Vào thời điểm thông báo ngày 5 tháng 6, 25 người có liên kết với nhóm nòng cốt này đã chi nửa triệu đô la cho khoản đầu tư dựa trên mách lẻo này. Họ bao gồm một đầu bếp bánh pizza, một kỹ sư điện, một giám đốc ngân hàng, một nhà bán buôn sữa, một cựu giáo viên, một bác sĩ phụ khoa, một luật sư và bốn người môi giới chứng khoán. Giao tiếp truyền khẩu rõ ràng có thể tiến hành với tốc độ lớn và qua các nhóm xã hội khác nhau .

Truyền khẩu các ý tưởng dường như là một đóng góp quan trọng đối với biến động của thị trường chứng khoán hàng ngày hoặc hàng giờ, ngay cả khi việc truyền khẩu trực tiếp không thể tiến hành trên toàn quốc nhanh như động thái thị trường. Trong cuộc điều tra bằng bảng hỏi các nhà đầu tư mà tôi đã gửi trong tuần xảy ra vụ sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987 (được mô tả chi tiết trong Chương 6), tôi đã hỏi họ về giao tiếp truyền khẩu. Trong số những người trả lời nhà đầu tư cá nhân,

81,6% nói rằng họ đã biết về vụ sụp đổ trước 5 giờ chiều cùng ngày. Vì vậy, họ đã biết về vụ sụp đổ thị trường từ các nguồn khác ngoài tờ báo buổi sáng ngày hôm sau hoặc tin tức buổi tối ngày hôm đó. Thời gian trung bình trong ngày mà các nhà đầu tư này nghe thấy về vụ sụp đổ là 1:56 giờ chiều theo múi giờ miền Đông (EDT). Đối với các nhà đầu tư tổ chức, thời gian trung bình mà họ nghe về vụ sụp đổ là 10:32 sáng EDT. Các nhà đầu tư cá nhân đã báo cáo trung bình nói chuyện với 7,4 người khác về tình hình thị trường vào ngày xảy ra vụ sụp đổ; các nhà đầu tư tổ chức báo cáo nói chuyện trung bình với 19,7 người khác.

Các kênh giao tiếp của con người mà chúng ta biết ngày nay dường như ủng hộ giao tiếp trực tiếp và truyền khẩu giữa các cá nhân vốn đã phát triển qua hàng triệu năm tiến hóa, khi đó giao tiếp như vậy hầu như là hình thức giao tiếp giữa người với người. Các mô hình giao tiếp gắn liền với bộ não của chúng ta dựa vào việc có giọng nói của người khác, biểu cảm trên khuôn mặt của người khác, cảm xúc của người khác, và một môi trường liên quan đến niềm tin, lòng trung thành và sự hợp tác.

Vì các yếu tố này vắng mặt trong văn bản hoặc trao đổi bằng câu chữ điện tử, mọi người cảm thấy khó khăn hơn khi phản ứng với các nguồn thông tin này. Họ không thể cung cấp cho các nguồn khác này cùng lượng cảm xúc, cũng như không thể nhớ hoặc sử dụng thông tin từ các nguồn khác này. Đây là một lý do quan trọng tại sao chúng ta vẫn có giáo viên, tại sao chúng ta không thể nói với con mình chỉ đơn giản là ngồi xuống và đọc sách hoặc dựa vào sự hướng dẫn của máy tính.

Cũng chính vì lý do này mà truyền hình đúng thực là một phương tiện mạnh mẽ, truyền hình bắt chước phần lớn hình thái của cuộc trò chuyện trực tiếp giữa các cá nhân. Xem truyền hình mô phỏng rất nhiều kích thích - giọng nói, khuôn mặt và cảm xúc - mà chúng ta trải nghiệm trong cuộc trò chuyện. Thật vậy, các mẫu quảng cáo truyền hình thường tái tạo hình ảnh của cuộc trò chuyện hàng ngày về sản phẩm của họ. Truyền hình ngày nay đã trở nên có tính tương tác hơn, bây giờ người xem sẽ trò chuyện trên phương tiện truyền thông xã hội trong khi xem

nó, nhưng giao tiếp mà nó cung cấp chủ yếu là một chiều, và vì vậy vẫn không hiệu quả như giao tiếp trực tiếp giữa người với người.

Điện thoại, được phát minh từ hơn một trăm năm trước, vẫn có thể là phương tiện nhân tạo quan trọng nhất để liên lạc giữa các cá nhân ngày nay, bởi vì nó mô phỏng rất chặt chẽ các giao tiếp mặt đối mặt, chỉ thiếu các kích thích thị giác. Các nghiên cứu của các nhà xã hội học và các nhà nghiên cứu truyền thông đã phát hiện ra rằng các cuộc trò chuyện qua điện thoại rất gần với các giao tiếp trực diện trong các chức năng truyền thông tin và giải quyết vấn đề, mặc dù chúng vẫn còn hạn chế trong các chức năng giải quyết xung đột và nhận thức con người.

Tác động của điện thoại dường như là một yếu tố đằng sau thị trường chứng khoán đầy biến động của những năm 1920. Mặc dù điện thoại được phát minh vào năm 1876, nhưng công chúng không đón nhận nó một cách nhanh chóng. Clarence Day, trong cuốn sách *Life with Father* (tạm dịch Cuộc sống bên cha), đã nhớ lại lý do tại sao gia đình ông không có điện thoại vào những năm 1890: "Vì hầu như không ai có điện thoại ngoài những người môi giới, không có ai để trò chuyện... mặc dù mọi người cảm thấy mơ hồ rằng điện thoại có thể là tiện lợi nếu ai cũng có, nhưng họ quyết định chờ đợi người khác làm trước rồi mới làm theo." Điện thoại không được sử dụng rộng rãi cho đến khi một số cải tiến làm giảm chi phí và làm hình dáng của nó trông hấp dẫn hơn - các cải tiến như phát minh bộ khuếch đại ống chân không vào năm 1915 của các cuộc gọi điện đường dài. Vào giữa những năm 1920, một người trung bình đã thực hiện hơn hai trăm cuộc gọi điện thoại mỗi năm ở Hoa Kỳ. Những năm 1920 đã chứng kiến sự lan rộng của các "phòng nồi hơi" và "các cửa hàng xô" tích cực bán cổ phiếu cho công chúng bằng cách sử dụng điện thoại, sử dụng các chiến thuật đáng ngờ dễ dàng vượt qua luật pháp "xa với không tới" không hiệu quả ở cấp độ của các bang. Sự phát triển của điện thoại chắc chắn đã giúp việc bán cổ phiếu ra công chúng dễ dàng hơn, và động cơ lừa đảo đã giúp đẩy đất nước đến cực điểm phải ban hành Luật Chứng khoán năm 1933 và Đạo luật Giao dịch Chứng khoán năm 1934, tạo ra Ủy ban Giao dịch Chứng khoán.

Trong thời kỳ bùng nổ của thị trường chứng khoán những năm 1990, chúng ta đã chứng kiến một sự khai thác đổi mới công nghệ khác tạo điều kiện cho giao tiếp giữa các cá nhân, bao gồm e-mail và phòng trò chuyện trực tuyến (*chat room*), và sau năm 2000, chúng đã dẫn đến phương tiện truyền thông xã hội. Giống như điện thoại, ban đầu, nhiều người chậm sử dụng những đổi mới này, nhưng khi thời gian trôi qua, ngày càng rõ ràng rằng hầu như mọi người sẽ biến chúng thành một phần của cuộc sống hàng ngày.

Các phương tiện truyền thông mới và hiệu quả để tương tác (nếu không phải mặt đối mặt) có thể có tác dụng mở rộng thêm một lần nữa sự lây lan ý tưởng giữa các cá nhân. Chúng có thể đã cho phép sự nhiệt tình với thị trường lan rộng hơn nhiều so với trước đây. Chắc chắn chúng ta vẫn đang học cách điều chỉnh việc sử dụng các phương tiện truyền thông mới này vì lợi ích công cộng.

Mặc dù e-mail và các nền tảng Internet khác là những thay đổi đáng kể trong công nghệ truyền thông, nhưng khó để xác định rõ sự ra đời của chúng có ý nghĩa hơn so với điện thoại nhiều thập kỷ trước hay không. Bởi vì điện thoại cho phép giao tiếp cảm xúc như thể hiện bằng giọng nói, nó có thể là một trình mô phỏng giao tiếp hiệu quả tốt hơn so với những người dựa vào chữ viết, như e-mail, Twitter hoặc Weibo. Tuy nhiên, những tiến bộ trong tương tác video, như Skype, Facetime hoặc Google Hangouts, có thể tăng cường hơn nữa tiềm năng của giao tiếp đường dài bằng cách tương tác gần giống với con người hơn.

Mô hình dịch tễ được áp dụng cho giao tiếp truyền khẩu

Lý thuyết toán học về sự lây lan của bệnh đã được các nhà dịch tễ học sử dụng để dự đoán quá trình lây nhiễm và tử vong. Những mô hình này có thể được sử dụng để hiểu rõ hơn về việc dẫn truyền thái độ và bản chất của cơ chế phản hồi hỗ trợ bong bóng đầu cơ.

Trong mô hình dịch tễ đơn giản nhất, người ta cho rằng bệnh có tỉ lệ lây nhiễm (tốc độ lây lan từ người truyền nhiễm sang người dễ mắc

bệnh) định sẵn và tỉ lệ loại bỏ (tỉ lệ người nhiễm bệnh không còn lây lan nữa, thông qua hồi phục hoặc tử vong) định sẵn.

Nếu tỉ lệ loại bỏ bằng 0, biểu đồ minh họa của số người nhiễm bệnh sau khi giới thiệu một người truyền nhiễm có dạng đường cong toán học gọi là đường cong logic (*logistic curve*). Với đường cong logic, phần trăm dân số bị nhiễm bệnh tăng ban đầu ở tỉ lệ lây nhiễm. Mặc dù ban đầu tốc độ gia tăng gần như không đổi, nhưng số người tuyệt đối được ghi nhận là mắc bệnh tăng nhanh và nhanh hơn: khi ngày càng nhiều người mắc bệnh, ngày càng có nhiều người bị nhiễm bệnh và đến gặp bác sĩ phàn nàn về triệu chứng đầu tiên của bệnh. Nhưng tốc độ gia tăng bắt đầu giảm khi nhóm những người nhạy cảm chưa bị nhiễm bệnh bắt đầu cạn kiệt. Mặc dù tỉ lệ lây nhiễm nội tại của bệnh là không thay đổi, nhưng tốc độ xuất hiện người nhiễm mới giảm, bởi vì những người bị nhiễm gặp ít người chưa bị nhiễm hơn. Cuối cùng, toàn bộ dân số bị nhiễm bệnh và đường cong logic trở nên phẳng, ở mức 100%; khi đó tất nhiên không có ca bệnh mới.

Thay vào đó nếu tỉ lệ loại bỏ lớn hơn 0 nhưng nhỏ hơn tỉ lệ lây nhiễm, mô hình dự đoán quá trình dịch bệnh sẽ có hình chuông: số lượng nhiễm lúc đầu sẽ tăng từ 0, đạt đỉnh, và sau đó giảm về 0. Đỉnh điểm có thể xảy ra trước khi 100% dân số bị nhiễm bệnh.

Nếu tỉ lệ loại bỏ lớn hơn tỉ lệ lây nhiễm, thì dịch bệnh sẽ không bao giờ bắt đầu và thậm chí sẽ không bao giờ được quan sát.

Các nhà dịch tễ học sử dụng các mô hình này một cách xây dựng để hiểu được sự bùng phát của dịch bệnh. Ví dụ, bằng cách sử dụng các mô hình như vậy, họ có thể suy ra rằng nếu tỉ lệ loại bỏ cao hơn tỉ lệ lây nhiễm, thì một nhóm dân số gần như khỏe mạnh có nguy cơ mắc bệnh dịch, đối với bất kỳ sự gia tăng nhỏ nào về tốc độ truyền nhiễm hoặc suy giảm tốc độ loại bỏ có thể nghiêng cán cân về phía một dịch bệnh mới. Do đó, các nhà dịch tễ học có thể suy luận rằng sự thay đổi trong mô hình thời tiết sẽ có xu hướng giữ mọi người ở trong nhà với nhau (nơi họ có khả năng lây nhiễm lẫn nhau) có thể khiến tỉ lệ lây nhiễm tăng lên trên tỉ

lệ loại bỏ. Dịch bệnh khi đó sẽ bắt đầu, nhưng số lượng nhiễm tuyệt đối sẽ tăng chậm. Nếu trong ví dụ này, thời tiết thay đổi khá sớm theo cách khiến tốc độ lây nhiễm xuống trở lại, do đó số lượng bệnh truyền nhiễm không bao giờ trở nên rất lớn, thì dịch bệnh sẽ không được công chúng chú ý. Nhưng nếu thời tiết xấu kéo dài đủ lâu so với sự chênh lệch giữa tỉ lệ nhiễm thời tiết xấu và tỉ lệ loại bỏ, thì dịch bệnh sẽ trở nên lớn và đáng chú ý trong dân số. Các nhà dịch tễ học có thể sử dụng mô hình này để dự đoán, theo ví dụ này, thời gian kéo dài của thời tiết xấu cần thiết để tạo ra một dịch bệnh nghiêm trọng.

Các mô hình dịch tễ tương tự đã được áp dụng cho các hiện tượng sinh học khác có thể liên quan đến thị trường tài chính. Nhà kinh tế học Alan Kirman đã sử dụng chúng để mô hình hóa hành vi của loài kiến trong việc khai thác nguồn thực phẩm và ông lưu ý rằng các mô hình cũng có vẻ phù hợp với sự thay đổi giá thị trường. Bằng thực nghiệm, người ta đã phát hiện ra rằng loài kiến, khi bắt gặp hai nguồn thực phẩm giống hệt nhau gần chúng tổ, có xu hướng khai thác cả hai nguồn, nhưng một nguồn mạnh hơn nguồn khác. Theo thời gian (và khi người thử nghiệm liên tục bổ sung các nguồn thức ăn để chúng vẫn tương đương nhau về số lượng), sự chú ý chính của loài kiến có thể chuyển từ nguồn này sang nguồn khác. Tại sao chúng lại không khai thác hai nguồn như nhau, và điều gì khiến chúng chuyển hướng chú ý? Kirman lưu ý rằng cá nhân mỗi chú kiến lại chiêu mộ những con kiến khác vào nguồn thức ăn; không có chỉ thị trung tâm cho toàn bộ tổ. Quá trình chiêu mộ được thực hiện bằng cách tiếp xúc trực tiếp và đi theo (chiêu mộ sóng đôi) hoặc bằng cách lưu lại một dấu vết hóa học (chiêu mộ pheromone). Cả hai quá trình này đều là lối giao tiếp của kiến tương đương với giao tiếp truyền khẩu. Kirman cho thấy rằng nếu có sự ngẫu nhiên trong quy trình chiêu mộ, các hiện tượng quan sát được bằng thực nghiệm có thể được giải thích theo mô hình dịch tễ đơn giản.

Mặc dù sự lây lan bệnh và hành vi của kiến là mối quan tâm lý thuyết trong việc xem xét bong bóng thị trường chứng khoán, nhưng mối liên

quan thực tế nhất là sự thực rằng các mô hình dịch tễ đã được các nhà xã hội học áp dụng để dự đoán quá trình truyền khẩu ý tưởng. Ở đây, tỉ lệ lây nhiễm là tỉ lệ truyền đạt ý tưởng và tỉ lệ loại bỏ là tỉ lệ quên hoặc mất hứng thú. Các động lực của dẫn truyền như vậy có thể bắt chước sự lây lan của bệnh. Tuy nhiên, lý thuyết toán học chính thức về dịch bệnh dường như ít chính xác hơn trong việc mô hình hóa các quá trình xã hội so với mô hình hóa bệnh truyền nhiễm hoặc hành vi của kiến, và các nhà khoa học xã hội vẫn chưa cho ra đời một tài liệu có ảnh hưởng và thành công. Sự thiếu thành công này có thể được giải thích bởi thực tế là các thông số cơ bản của các mô hình này không phải là hằng số trong khoa học xã hội như trong các ứng dụng sinh học.

Một lý do cho sự thiếu thành công trong việc áp dụng các mô hình dịch tễ vào việc truyền bá ý tưởng có thể là tỉ lệ đột biến, tỉ lệ lỗi dẫn truyền, của các ý tưởng cao hơn nhiều so với bệnh hoặc các quá trình sinh học khác. Nhiều người trong chúng ta nhớ lại trò chơi tam sao thất bản, trong đó người đầu tiên chọn một câu chuyện đơn giản và thì thầm vào tai người thứ hai, sau đó họ thì thầm vào tai người thứ ba, v.v... Khi câu chuyện cuối cùng được kể cho nhóm bởi người cuối cùng trong chuỗi, sự biến dạng của câu chuyện gốc thường rất kịch tính đến mức gây ra tiếng cười. Việc truyền tải câu chuyện bất kể phức tạp hay đơn giản từ người sang người đơn giản là không đáng tin cậy lắm.

Vì lý do này, việc truyền tải ý tưởng truyền khẩu thuần túy, ngay cả khi được tiếp sức bởi điện thoại, bản thân nó không có khả năng lan truyền đủ rộng để lây nhiễm toàn bộ một quốc gia. Độ chính xác của thông tin truyền tải sẽ chùn bước rất lâu trước khi điều đó xảy ra. Ngược lại, truyền từ máy tính sang máy tính là không đáng kể. Vi rút máy tính có thể lây lan trên toàn quốc và quốc tế mà không có sự thay đổi nào. Nhưng vi rút không có khả năng thay đổi con người; nó không thể vượt ra khỏi phạm vi chiếc máy tính. Khả năng người dùng e-mail chuyển tiếp tin nhắn của người khác hoặc cung cấp các liên kết web cho phép truyền khẩu một cách không sai lệch. Và công nghệ mới khiến việc chuyển tiếp

thông điệp truyền khẩu từ người khác dưới hình thức cuộc trò chuyện qua điện thoại hoặc hội nghị video hoặc mạng xã hội trở nên khả thi và tự nhiên. Điều này sẽ một lần nữa cải thiện đáng kể độ chính xác và bền bỉ của thông tin liên lạc giữa người với người.

Mặc dù sự không chính xác và thay đổi của truyền thông giữa các cá nhân thường xảy ra, khiến mô hình toán học không dự đoán được với bất kỳ độ tin cậy nào về cách các ý tưởng lan truyền, các mô hình dịch tễ vẫn hữu ích trong việc tìm hiểu những thay đổi của giá cả thị trường. Ví dụ, rất hữu ích khi xem xét rằng bất kỳ thay đổi nào về tỉ lệ lây nhiễm hoặc tỉ lệ loại bỏ sẽ thay đổi tốc độ lan truyền của các ý tưởng mới.

Do đó, ví dụ, một câu chuyện tin tức lớn của quốc gia không liên quan đến thị trường đầu cơ có thể làm giảm tỉ lệ lây nhiễm của các ý tưởng liên quan đến thị trường đầu cơ bằng cách làm chệch hướng sự chú ý khỏi các ý tưởng này. Hiện tượng này có thể giúp giải thích tại sao, như đã lưu ý trong Chương 6, diễn biến giá cổ phiếu không dao động ghê gớm vào thời điểm khủng hoảng quốc gia bất chấp tầm quan trọng tiềm tàng của các cuộc khủng hoảng như vậy đối với các doanh nghiệp quốc gia và tại sao hầu hết các biến động thị trường chứng khoán lớn xảy ra khi không có nhiều tin tức khác. Ngược lại, tin tức quốc gia có quan hệ hoặc khuyến khích thảo luận về thị trường chứng khoán có thể làm tăng tỉ lệ lây nhiễm. Đây có thể là một phần trong lời giải thích cho hiệu ứng Internet rõ ràng trên thị trường chứng khoán: sự chú ý dành cho Internet thúc đẩy các hội thoại về cổ phiếu công nghệ nói chung, qua đó làm tăng tỉ lệ lây nhiễm cho các lý thuyết về các cổ phiếu này.

Việc truyền khẩu các ý tưởng không cần phải lây nhiễm cho cả quốc gia để ảnh hưởng đến giá cả quốc gia trên thị trường chứng khoán hoặc thị trường nhà ở. Hơn nữa, truyền khẩu có thể có chức năng khuếch đại phản ứng của công chúng đối với các sự kiện tin tức hoặc các bài báo truyền thông về các sự kiện đó. Vẫn cần phải xem xét mối liên quan giữa tỉ lệ lây nhiễm và tỉ lệ loại bỏ để hiểu tác động cộng đồng của bất kỳ ý tưởng hoặc khái niệm mới nào, vì hầu hết nhận thức của mọi người về

chúng vẫn còn qua trung gian xã hội. Do đó, khả năng của bất kỳ sự kiện nào ảnh hưởng đến giá cả thị trường sẽ được nâng cao nếu có một câu chuyện hay, sống động, có thể kể về sự kiện này.

Tầm quan trọng của "một câu chuyện có thể kể" trong việc giữ tỉ lệ lây nhiễm của các ý tưởng ở mức cao có thể được nhìn thấy trong nhiều ví dụ được rút ra từ tiếp thị sản phẩm mới, chẳng hạn như quảng bá phim. Các nhà tiếp thị khởi động một chiến dịch quảng cáo khi bộ phim được chiếu lần đầu tiên, để thu hút sự chú ý của những người đặc biệt dễ tiếp thu. Chỉ một phần nhỏ dân số phản hồi trực tiếp các quảng cáo ban đầu. Tuy nhiên, thành công của bộ phim cuối cùng phụ thuộc vào phản ứng của những người này đối với bộ phim và ý kiến họ truyền cho người khác. Người ta biết rằng lời khuyên của các nhà phê bình phim có tác động ít hơn hiệu ứng hàng loạt của những lời truyền khẩu như vậy. Các nhà sản xuất đã học được qua năm tháng về tầm quan trọng của việc đưa các phân cảnh lôi cuốn vào phim. Đó là những cảnh phim mà bản thân chúng có chất lượng như một câu chuyện, những cảnh, trong khi chiếu hoặc thậm chí là một phần của trailer, chứa trong mình tiềm năng truyền khẩu tương tự như những câu chuyện cười phổ biến hoặc những câu chuyện ly kỳ - hay những câu chuyện liên quan đến các công ty đang lên như diều gặp gió trong thị trường.

Ảnh hưởng của chất lượng câu chuyện đến sự lây lan của các ý tưởng có thể có tác động thực sự đến giá trị thị trường. Tại sao một số bức tranh nhất định có giá trị cao vượt trội hơn các bức khác? Khi tôi đưa con trai lớn của tôi đến Louvre và chúng tôi xem tranh Mona Lisa, cậu nhóc đã biểu lộ sự bối rối khi biết rằng bức tranh này được coi là có giá trị hơn nhiều so với những bức khác. Cậu nói rằng việc nó đẹp là không thể phủ nhận, nhưng nó không nổi bật trong số tất cả các bức tranh đáng chú ý khác. Sau đó, chúng tôi đã đánh cược rằng nhiều người trong đám đông bức tranh đang nói với nhau – bằng các ngôn ngữ khác – điều tương tự.

Để hiểu được giá trị bị phóng đại của Mona Lisa, chúng ta phải xem xét tiềm năng truyền khẩu mạnh mẽ của một câu chuyện nhất định về nụ

cười của Mona Lisa, rõ ràng được tạo ra bởi sự tô điểm trong truyền khẩu từ một câu chuyện xuất hiện lần đầu tiên trong tiểu sử của Leonardo do Giorgio Vasari viết không lâu sau cái chết của Leonardo. Câu chuyện, hiện đang xuất hiện dưới nhiều phiên bản, là người nghệ sĩ gặp khó khăn trong việc lưu giữ nụ cười của nàng trong tranh và tốn đến bốn năm cố gắng mà chưa bao giờ cảm thấy mình đã thành công hoàn toàn. Trong tiểu sử gốc của mình, Vasari đã báo cáo rằng Leonardo đã thử dùng các nhạc sĩ, ca sĩ và người hát rong để có thể khiến người mẫu thể hiện đúng biểu cảm. Vasari nói rằng nụ cười trong tranh "là một điều thiêng liêng hơn con người và nó được lưu giữ như một kỳ quan." Mô tả về bức tranh của Vasari không phù hợp với Mona Lisa mà chúng ta thấy ngày nay, và vì vậy có thể là một số nhầm lẫn; câu chuyện thực sự có thể là về một bức tranh khác. Nhưng không có vấn đề gì – ngày nay câu chuyện đó đã gắn liền với bức tranh được trưng bày ở Louvre.

Câu chuyện đó thật sự phổ biến; tại sao nó làm được điều đó thật khó để xác định. Câu chuyện dường như gắn liền với nhiều suy nghĩ khác. Nụ cười của Mona Lisa được sử dụng làm chủ đề của các nhà thơ và nhà tiểu luận trong nhiều thế kỷ. Sự chú ý của công chúng không bao giờ có thể được đóng khung vào bức tranh này nếu không có câu chuyện về quá trình lâu dài của Leonardo để nắm bắt nụ cười này vào tranh vẽ, một câu chuyện có tiềm năng truyền khẩu mạnh mẽ.

Câu chuyện về nụ cười của Mona Lisa, đã có thêm động lực từ hai sự kiện xảy ra vào năm 1910. Cả hai sự kiện này đều làm phong phú câu chuyện về nụ cười của nàng và đem lại một lượng công chúng đông đảo mong ngóng bức tranh.

Đầu tiên là ấn phẩm vào năm 1910 của một cuốn sách đầy khiêu khích của Sigmund Freud. Cuốn sách này thăm dò tiềm thức của Leonardo, và nó cũng nhấn mạnh về Mona Lisa. Freud nghĩ rằng đối với Leonardo, nụ cười của Mona Lisa, là một ký ức bị đè nén của người mẹ ruột của ông, người mà ông đã xa rời từ năm bốn tuổi, và bà đã thể hiện một tình cảm không tự nhiên với con trai của bà.

Thứ hai là câu chuyện về vụ trộm Mona Lisa từ bảo tàng Louvre năm 1910 và câu chuyện truyền kỳ của các cơ quan pháp luật nhằm cố gắng phục hồi nó, sau đó là câu chuyện về sự trở lại của bức tranh và phiên tòa xét xử tên trộm. Tất nhiên các nhà văn và báo chí đã đề cập đến nụ cười: những nhà văn giỏi viết về vụ trộm sẽ không bỏ lỡ nó. Câu chuyện trộm cắp phát triển trong nhiều năm, một khoảng thời gian đủ dài để củng cố câu chuyện về nụ cười vững chắc trong ý thức cộng đồng. Câu chuyện nụ cười có mặt khắp nơi trên báo chí. Thậm chí, một câu chuyện năm 1914 về bản án cuối cùng của tên trộm đã kết thúc với lời khẳng định nực cười, "Anh ta đã nghe bản án của mình với một biểu cảm trên khuôn mặt có phần giống với nụ cười mê hoặc của Mona Lisa." Các phóng viên chỉ cần có được câu chuyện về nụ cười đó.

Theo cơ sở dữ liệu Proquest của các ấn phẩm tiếng Anh, số lượng tài liệu tham khảo về Mona Lisa trong năm 1915-1925 (sau khi câu chuyện trộm cắp hình thành) lớn gấp 20 lần so với năm 1899-1909, đó là trước năm 1910. Di sản của tin tức báo chí về bức tranh trong giai đoạn 1910-1914 vẫn còn ở đây với chúng ta ngày hôm nay, vì nó khuếch đại phương tiện truyền thông và phản hồi truyền khẩu về nụ cười đó, được củng cố bằng những lời đề cập không ngừng về nó và các bức tranh sao chép, cho đến ngày nay. Hầu hết mọi người ngày nay đều quên đi những sự kiện năm 1910, nhưng câu chuyện nụ cười được truyền thông đẩy lên thì không, và những sự kiện này là một nguyên nhân quan trọng của giá trị phi thường được đặt lên Mona Lisa ngày nay.

Bằng cách tương tự, các sự kiện tin tức có nhiều khả năng được truyền tải trong các cuộc trò chuyện không chính thức sẽ lần lượt đóng góp nhiều hơn vào sự lây lan của các ý tưởng. Viễn cảnh khô khan, nặng tính phân tích về nền kinh tế quốc gia mà một chuyên gia đưa ra rất khó có thể được truyền khẩu. Ngược lại, tin tức rằng thị trường chứng khoán hoặc thị trường nhà đất đã có một động thái đột ngột có nhiều khả năng được truyền đạt. Để chắc chắn, ý kiến của chuyên gia đôi khi gắn cùng với những câu chuyện tin tức về biến động giá, nhưng chúng hiếm khi đủ

sống động để trở thành tâm điểm của truyền thông truyền khẩu.

Truyền thông truyền khẩu, dù là tích cực hay tiêu cực, là một phần cốt yếu của việc truyền bá bong bóng đầu cơ, và tiềm năng truyền khẩu của bất kỳ sự kiện nào cũng phải được cân nhắc khi đánh giá khả năng sự kiện đó dẫn đến một sự kiện bong bóng đầu cơ. Do đó, ví dụ, dự đoán về các sự cố máy tính phổ biến sau khi bắt đầu năm mới 2000 do lỗi Y2K là một câu chuyện truyền khẩu kinh điển vì sự liên quan của nó với cả niềm đam mê của thế giới với máy tính và Thiên niên kỷ mới. Do đó, mặc dù mối lo ngại cuối cùng đã chứng minh rằng không có căn cứ, nó dường như có tác động quá mức đến các thị trường so với các câu chuyện khác, kém sinh động hơn.

Nhóm ý tưởng mâu thuẫn cùng tồn tại trong tâm trí con người

Một lý do khiến sự lây lan của các ý tưởng đôi khi có thể xảy ra nhanh chóng và suy nghĩ của công chúng có thể trải qua những bước ngoặt đột ngột như vậy, là do những ý tưởng trong câu hỏi đã có sẵn trong tâm trí của chúng ta. Ngay cả những ý tưởng mâu thuẫn nhau cũng có thể cùng tồn tại cùng một lúc trong tâm trí của chúng ta, và một sự chuyển dịch trong các thông tin ủng hộ hoặc sự chú ý của công chúng có thể đột nhiên mang đến một niềm tin rõ ràng mâu thuẫn với niềm tin ban đầu.

Ví dụ, mọi người tin rằng thị trường chứng khoán là không thể dự đoán được và rằng canh thời điểm thị trường là vô ích. Nhưng họ cũng tin rằng (như chúng ta đã thấy trong Chương 5) nếu thị trường chứng khoán sụp đổ, nó chắc chắn sẽ quay trở lại đà tăng cũ. Quan điểm như vậy rõ ràng không nhất quán.

Một lời giải thích cho thực tế rằng mọi người có thể giữ các quan điểm mâu thuẫn như vậy cùng lúc là họ nghĩ mình đã nghe cả hai quan điểm được các chuyên gia bảo chứng. Văn hóa truyền tải một số thông tin giả định, thường gán cho "người ta" như: "Người ta nói rằng..." Khi câu chuyện được chấp nhận một cách hời hợi không kiểm chứng mức độ đáng tin, mâu thuẫn xảy ra là điều khó tránh khỏi.

Đôi khi, những câu chuyện trở nên phổ biến mặc dù không thể nào truy được thẩm quyền của nguồn phát ngôn câu chuyện đó. Chẳng hạn, người ta nghe đi nghe lại là "người ta nói rằng" chỉ có hầu hết mọi người chỉ dùng 10% bộ não - một câu chuyện thần thoại có thể truy ngược về thế kỷ 19, khi khoa học thần kinh rõ ràng không có khả năng xác nhận hoặc phủ nhận thông tin như vậy. "Người ta cũng nói rằng" tỉ lệ sinh ở thành phố New York đã tăng vọt 9 tháng sau khi mất điện năm 1965 khiến người dân New York không có việc gì để làm trong một thời gian: nhưng không có sự tăng vọt nào về tỉ lệ sinh. Và, hợp thời hơn, "người ta nói rằng" có một số vụ tự tử cao bất thường vào thời điểm khủng hoảng năm 1929, nhưng điều này cũng không có căn cứ. Những câu chuyện rất hữu ích trong các cuộc trò chuyện và trong các bài thuyết trình trên phương tiện truyền thông, có thể trở nên rất phổ biến, nhưng bản thân các câu chuyện đó không có tí bằng chứng nào liên quan cả.

Do xu hướng quy kết các quan điểm này cho các chuyên gia thực tế hoặc tưởng tượng, mọi người không lo lắng nhiều về mâu thuẫn rõ ràng giữa các quan điểm họ đang có. Ở đây xảy ra vấn đề ăn không (free-ride), khi giả định các chuyên gia đã suy nghĩ thông suốt về mâu thuẫn rõ ràng và theo đó cho rằng các chuyên gia biết tại sao thực tế các quan điểm đó không mâu thuẫn với nhau. Điều chắc chắn là đôi khi các lý thuyết có vẻ mâu thuẫn thực sự không phải vậy. Và từ đó chỉ là một bước ngắn để giả định rằng các chuyên gia có thể giải thích những mâu thuẫn rõ ràng nhất nếu họ được hỏi.

Suy nghĩ của mọi người về lĩnh vực đầu tư phức tạp chắc chắn bị che mờ bởi nhiều ý tưởng nửa vời có thể trái ngược nhau, hoặc ít nhất là chưa được đưa vào bất kỳ khuôn khổ phân tích mạch lạc nào. Đó thực sự là một thách thức khi cố gắng suy luận những ý tưởng này có ý nghĩa gì đối với các quyết định đầu tư cụ thể.

Ý nghĩa của thực tế con người có thể giữ các quan điểm mâu thuẫn đồng thời là không có sự gắn bó rõ ràng với nhiều quan điểm của họ. Do đó, chúng ta không thể quá tin tưởng vào niềm tin đã tuyên bố của các

nhà đầu tư rằng thị trường chắc chắn sẽ quay trở lại sau sụp đổ, vì các tình huống của sự cố thực tế có thể dẫn đến các quan điểm khác, mâu thuẫn với quan điểm đầu, chỉ còn được nhớ lờ mờ trước đợt sụp đổ. Các nhà đầu tư khi đó sẽ phản ứng theo những cách không thể lường trước được dựa trên sự tự tin được thể hiện trước đó của họ.

Biến thể chú ý dựa trên xã hội

Bộ não con người được cấu trúc để tập trung một cách ý thức vào một thứ duy nhất tại một thời điểm và di chuyển nhanh chóng từ trọng tâm này sang trọng tâm khác. Các cảm giác đến với chúng ta từ môi trường vô cùng phức tạp, và bộ não quản lý để lọc ra gần như tất cả sự phức tạp này để tạo ra cảm giác về sự hiện diện ngay tại đây, vào lúc này - một cách giải thích về những gì quan trọng nhất ở hiện tại – và một trình tự các ý nghĩ thêu dệt trong lời giải thích này. Do đó, chẳng hạn, khi một người đang ngồi trong sân bay chờ lên máy bay, sự chú ý liên tục của họ quay trở lại chủ đề "chờ lên máy bay" và tổ chức nhiều suy nghĩ và quan sát xung quanh nó, như thể đó là bản chất của thực tế hiện tại. Người ta thường không nghiên cứu về cách dệt của thảm hoặc những vết bẩn trên cửa sổ, hoặc suy ngẫm về hình dạng của các chữ cái trên màn hình thông tin, mặc dù về nguyên tắc người ta có thể làm được. Những chi tiết này thường vượt quá ý thức của chúng ta, mặc dù chúng ta đang nhận và xử lý thông tin thị giác về chúng.

Khả năng tập trung sự chú ý vào những điều quan trọng là một trong những đặc điểm xác định của trí thông minh, và không ai thực sự hiểu bộ não làm việc đó như thế nào. Không tập trung chú ý vào những điều thích hợp cũng là một trong những đặc điểm sai lầm nhất của con người. Cơ chế tập trung suy nghĩ đã phát triển trong não người, mặc dù đáng chú ý, vẫn còn chưa hoàn thiện.

Nếu nhìn lại một số lỗi quan trọng nhất mà người ta đã mắc phải trong đời, người ta có thể thấy rằng những lỗi này thường xuất phát từ việc không chú ý đến chi tiết. Một người sẽ đáp ứng ngay lập tức và thay

đổi một hành động mà ai đó liên tục yêu cầu sự chú ý và chỉ ra một số sự kiện quan trọng nhất định. Do đó, trong việc hiểu các lỗi mà mọi người đã mắc phải trong quá khứ, điều quan trọng là phải xem xét những gì họ đã không chú ý đến.

Một trong những cơ chế mà bộ não đã phát triển để hướng sự chú ý đúng cách là sự chọn lọc dựa trên xã hội. Chúng ta chú ý đến nhiều điều tương tự mà những người khác xung quanh chúng ta đang chú ý đến. Cơ sở xã hội này cho sự chú ý cho phép các cá nhân nhận ra tầm quan trọng của một số thông tin để đưa nó đến với sự chú ý của các thành viên khác trong cộng đồng, và nó tạo ra một cái nhìn về thế giới và một bộ thông tin chung cho cộng đồng. Một quan điểm và bộ thông tin như vậy cho phép cộng đồng phối hợp ăn ý nhau. Đồng thời, thành phần xã hội của sự chú ý không hoạt động hoàn hảo và nó có thể gây ra lỗi chung cho cả nhóm, bởi vì trọng tâm chú ý chung đẩy sự chú ý chi tiết của cá nhân sang một bên. Cũng như sự chú ý của cá nhân, hiện tượng chú ý xã hội là một trong những sáng tạo vĩ đại của sự tiến hóa hành vi và rất quan trọng đối với hoạt động của xã hội loài người, nhưng nó cũng là một sáng tạo không hoàn hảo.

Cơ chế chú ý xã hội tạo ra một sự tập trung đột ngột trong sự chú ý của toàn bộ cộng đồng vào các vấn đề dường như là trường hợp khẩn cấp. Do đó, để trở lại mô hình dịch tễ, tỉ lệ lây nhiễm có thể tăng đột ngột. Một động thái lớn bất ngờ trong thị trường chứng khoán là một trong những sự kiện đẩy tất cả các cuộc trò chuyện khác sang một bên.

Cơ sở xã hội cho sự chú ý này, hoạt động bằng truyền miệng và được truyền thông tạo điều kiện phát sóng ý tưởng, có thể tạo ra sự tập trung chú ý lan truyền nhanh chóng trên khắp thế giới. Với một phần đáng kể tâm trí con người trên hành tinh đột nhiên bị thị trường chiếm lấy, không có gì đáng ngạc nhiên khi các thị trường ở hai đầu trái đất lại di chuyển cùng nhau, ngay cả khi các yếu tố cơ bản ở các quốc gia khác nhau không đề xuất bất kỳ lý do nào cho sự dịch chuyển sóng đôi đó.

Mọi người không thể giải thích những thay đổi trong sự chú ý của họ

Hơn nữa, mọi người thường cảm thấy rất khó để giải thích điều gì đã khiến họ quyết định thực hiện một hành động nhất định; yếu tố kích hoạt chú ý ban đầu có thể không được ghi nhớ. Đây là một lý do chính tại sao thay đổi giá tài sản đầu cơ, phản ánh những thay đổi trong sự chú ý rất nhanh, thường có vẻ không thể giải thích được.

Thay đổi giá bản thân nó có thể là một yếu tố thu hút sự chú ý, ngay cả đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Trong một nghiên cứu về sự lựa chọn cổ phiếu phổ thông các nhà đầu tư tổ chức, John Pound và tôi đã đưa ra một danh sách các cổ phiếu có giá tăng nhanh trong năm trước và cũng có tỉ lệ P/E cao. Sau đó, chúng tôi nhận được một danh sách các nhà đầu tư tổ chức đã báo cáo với Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch rằng họ đã mua một trong các cổ phiếu (nhóm thử nghiệm) và so sánh danh sách này với danh sách các nhà đầu tư tổ chức trong một mẫu cổ phiếu ngẫu nhiên (nhóm đối chứng). Chúng tôi đã hỏi đáp viên trên cả hai danh sách liệu họ có đồng ý với tuyên bố sau đây về cổ phiếu của họ (cổ phiếu tăng giá nhanh cho nhóm thử nghiệm hoặc cổ phiếu ngẫu nhiên cho nhóm đối chứng): "Sự chú ý ban đầu của tôi là kết quả của tôi, hoặc của người khác sau khi tìm kiếm có hệ thống trên một số lượng lớn cổ phiếu (sử dụng quy trình tìm kiếm được vi tính hóa hoặc tương tự) để tìm cổ phiếu có một số đặc điểm nhất định." Vì đây là các chuyên gia đầu tư, có lẽ không có gì đáng ngạc nhiên khi 67% mẫu ngẫu nhiên, nhóm đối chứng, cho biết họ đồng ý với tuyên bố này. Nhưng, trong nhóm thử nghiệm, các nhà đầu tư vào các cổ phiếu tăng giá nhanh, chỉ có 25% đồng ý. Vì các yếu tố gây chú ý thường được ghi nhớ kém, chúng ta không thể kỳ vọng họ nói với chúng ta rằng việc tăng giá đã kích thích sự quan tâm của họ, nhưng thiết kế thử nghiệm của chúng tôi cho thấy việc tăng giá, hoặc các sự kiện liên quan, đóng vai trò thu hút sự chú ý của họ. Điểm quan trọng là hầu hết các nhà đầu tư vào các cổ phiếu tăng giá nhanh nói rằng họ không có hệ thống trong việc ra quyết định.

Khi các biến thể trong sự chú ý là nguyên nhân quan trọng của việc thay đổi hành vi, chúng ta không thể mong đợi mọi người cho chúng ta biết lý do cho hành vi thay đổi của họ. Mọi người thường không thể dễ dàng giải thích điều gì đã thu hút sự chú ý của họ vào một điều gì đó, và vì vậy họ không thể giải thích hành vi của chính họ. Một thử nghiệm năm 1931 của nhà tâm lý học N.R.F. Maier sẽ minh họa. Maier đưa ra cho các đối tượng của mình thách thức buộc hai dây với nhau: các dây được treo trên trần cách nhau đủ xa để người ta không thể tiếp cận cả hai cùng một lúc trừ khi chúng được kết hợp với nhau. Các đối tượng được cung cấp một số công cụ để thực hiện nhiệm vụ này và được yêu cầu xem có bao nhiêu cách khác nhau mà họ có thể phát minh ra để buộc hai dây với nhau. Một cách để hoàn thành nhiệm vụ là buộc một vật nặng vào đầu của một trong các dây, đặt nó lắc lư như một con lắc, lấy một đầu của dây kia bằng một tay, và sau đó bắt dây đu. Khi người thử nghiệm tự đặt một trong những dây đu, nhiều đối tượng nhanh chóng nảy ra ý tưởng này. Nhưng khi được hỏi làm thế nào họ đạt được ý tưởng, chỉ một phần ba trong số họ đề cập đến việc nhìn thấy dây đu. Dây đu chỉ đơn thuần thay đổi trọng tâm chú ý của họ và hầu hết các đối tượng không thể thấy mối liên hệ giữa hành động của họ và sự kích thích đã mang đến cho họ ý tưởng.

Bằng cách tương tự, một đợt bùng nổ của thị trường chứng khoán có thể bắt đầu không vì lý do nào mạnh hơn ngoài một số yếu tố, như dây đu, kêu gọi sự chú ý đến thị trường. Trong bối cảnh tình hình thị trường chứng khoán hiện tại, các sự kiện như phát hiện một quảng cáo cho một quỹ tương hỗ hoặc nhận được phiếu bình chọn cho một kế hoạch 401(k) có thể là một sợi dây đu. Nhưng chúng ta sẽ không bao giờ hiểu được tầm quan trọng của những kích thích này từ hầu hết các đối tượng của chúng ta bằng cách đơn giản là đặt câu hỏi. Ngay cả khi mọi người nhớ lại các kích thích, họ sẽ không thể cho chúng ta biết chúng đã ảnh hưởng đến họ như thế nào.

Câu chuyện cho đến nay

Chương này kết luận bản chất trong lập luận của tôi khi cho rằng sự phấn khích phi lý (Lạc Quan Tếu) đang vận hành để tạo ra những thăng trầm của thị trường chứng khoán và bất động sản. Chúng ta bắt đầu trong Phần Một với danh sách các yếu tố xúc tác tạo ra sự bùng nổ gần đây trên thị trường chứng khoán, thị trường trái phiếu và thị trường nhà ở. Chúng ta thấy rằng tác động của các yếu tố này đôi khi được khuếch đại thông qua các vòng phản hồi và các mô hình Ponzi xuất hiện một cách tự nhiên, được hỗ trợ bởi chất bôi trơn của các phương tiện truyền thông đôi khi thúc đẩy sự lạc quan của thị trường. Chúng ta đã thấy bằng chứng về niềm tin của nhà đầu tư cao một cách kỳ lạ và kỳ vọng không thuyên giảm đối với thị trường tại thời điểm Thiên niên kỷ trên thị trường chứng khoán năm 2000, niềm tin đã phai nhạt hoặc chỉ tồn tại một phần bất chấp sự bùng nổ của Bong bóng xã hội sở hữu.

Sau đó, chúng ta xem xét trong Phần Hai, các thành phần văn hóa của sự phấn khích, mức độ chú ý xã hội khác nhau đối với các lý thuyết kỷ nguyên mới, và các khuynh hướng của các lý thuyết kỷ nguyên mới này phản ứng với thị trường và kích thích nó tạm thời. Trong Phần Ba, chúng ta đã lùi lại và kiểm tra một số yếu tố tâm lý cơ bản cho phép những thay đổi được mô tả trong các phần trước phát huy tác dụng của chúng. Chương 9 đã chỉ ra làm thế nào các mỏ neo tâm lý tầm thường và hầu như không nhìn thấy được, cuối cùng có thể xác định mức độ thị trường và làm thế nào sự tự tin của nhà đầu tư có thể củng cố sức kéo của các neo này. Chương này đã cố gắng giải quyết câu đố thiết yếu của tình hình thị trường hiện tại: rằng chúng ta thấy định giá ở mức cao mới nhưng không thể phát hiện ra nguyên nhân cho những định giá đó có liên kết với suy nghĩ duy lý của công chúng.

Trong phần còn lại của cuốn sách, tôi đặt lý thuyết về sự lạc quan tếu vào một bối cảnh rộng lớn hơn. Trong phần tiếp theo, tôi xem xét một số lập luận có ảnh hưởng chống lại quan niệm cho rằng những điều phi lý đang xảy ra. Trong chương kết luận, tôi chuyển sang những câu hỏi cuối cùng mà sự hồ hởi này đặt ra cho chính sách: cá nhân, thể chế và chính phủ. •

PHẦN BỐN

NỖ LỰC ĐỂ HỢP LÝ HÓA SỰ KHẤN KHÍCH

CHƯƠNG 11

THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ BƯỚC ĐI NGẪU NHIÊN VÀ BONG BÓNG

Lý thuyết thị trường tài chính hiệu quả hình thành nên cơ sở trí tuệ hàng đầu cho các lập luận chống lại ý kiến cho rằng thị trường dễ bị tổn thương bởi sự phấn khích quá mức hoặc bởi bong bóng. Nghiên cứu học thuật mở rộng được xem là ủng hộ lý thuyết này.

Lý thuyết thị trường hiệu quả khẳng định rằng tất cả giá tài chính phản ánh chính xác tất cả thông tin công khai tại mọi thời điểm. Nói cách khác, tài sản tài chính luôn được định giá chính xác ở mọi lúc vì công chúng đã biết đến thông tin. Giá có thể quá cao hoặc quá thấp vào các thời điểm, nhưng theo lý thuyết thị trường hiệu quả, sự xuất hiện này hẳn phải là một ảo ảnh.

Theo lý thuyết này, giá cổ phiếu mô tả xấp xỉ "bước đi ngẫu nhiên" (*random walks*) qua thời: sự thay đổi giá là không thể đoán trước, vì chúng chỉ xảy ra để phản ứng với thông tin thực sự mới, mà thực tế là không thể đoán trước được gì về các thông tin mới. Lý thuyết thị trường hiệu quả và giả thuyết bước đi ngẫu nhiên đã phải chịu nhiều thử nghiệm sử dụng dữ liệu trên thị trường chứng khoán, trong các nghiên cứu được công bố trên các tạp chí học thuật về tài chính và kinh tế. Mặc dù lý thuyết đã bị từ chối về mặt thống kê nhiều lần trong các ấn phẩm này, tuy nhiên, theo một số cách giải thích, nó có thể được mô tả là gần đúng. Các tài liệu về bằng chứng cho lý thuyết này được phát triển tốt và bao gồm các nghiên cứu có chất lượng cao nhất. Do đó, dù cuối cùng chúng ta có đồng ý với nó hay không, ít nhất chúng ta phải coi trọng lý thuyết thị trường hiệu quả.

Những lý lẽ cơ bản cho rằng thị trường có hiệu quả và giá là bước đi ngẫu nhiên

Ý tưởng về các thị trường hiệu quả là rất tự nhiên mà có lẽ nó đã được chúng ta chấp nhận trong nhiều thế kỷ. Mặc dù thuật ngữ thị trường hiệu quả dường như lần đầu tiên được biết đến rộng rãi thông qua công trình của giáo sư Đại học Chicago, Eugene Fama (người đã cùng nhận giải thưởng Nobel khoa học kinh tế với tôi vào năm 2013, dẫu quan điểm khác nhau của chúng tôi về một số vấn đề cơ bản) vào cuối những năm 1960, lý thuyết này đã đi trước cái tên trong nhiều năm. Nó đã được đề cập rõ ràng vào năm 1889 trong một cuốn sách của George Gibson có tựa đề *Thị trường chứng khoán London, Paris và New York*. Gibson đã viết rằng khi "cổ phiếu được biết đến rộng rãi trên thị trường mở, giá trị cổ phiếu có thể được coi là nhận định của những bộ óc thông minh nhất quan tâm đến chúng.

Lý thuyết thị trường hiệu quả đã là kiến thức cố định trong các bộ phận kinh tế và tài chính đại học kể từ những năm 1970. Lý thuyết thường được đưa ra để biện minh cho những gì dường như nâng định giá thị trường cao, chẳng hạn như đỉnh thị trường chứng khoán năm 1929. Giáo sư Joseph Lawrence ở Princeton đã kết luận vào năm 1929 rằng, "sự đồng thuận trong phán đoán của hàng triệu người có tác động lên định giá của thị trường rộng lớn, Sở giao dịch Chứng khoán, khi đó cổ phiếu không phải bị định giá cao... Tìm ở đâu nhóm người khôn ngoan muốn phủ quyết phán đoán của vô số người thông minh?"

Lập luận đơn giản và trực tiếp nhất cho lý thuyết thị trường hiệu quả xuất phát từ quan sát rằng dường như khó kiếm được nhiều tiền bằng cách mua thấp và bán cao trên thị trường chứng khoán. Nhiều người dường như có khả năng cố gắng nhưng thất bại khi không thể thành công nhất quán. Hơn nữa, người ta quan sát rằng để kiếm được tiền, người ta phải cạnh tranh với một số nhà đầu tư thông minh nhất, nhóm người được gọi là "tiền khôn" (*smart money*), những người cũng giao dịch trên thị trường tài chính đang tìm kiếm cơ hội tương tự. Nếu người ta nghĩ

rằng một tài sản bị định giá quá thấp hoặc quá cao, thì người ta phải suy nghĩ về lý do tại sao nó vẫn như vậy bất chấp những nỗ lực của tiền khôn để thực hiện giao dịch có lợi nhuận.

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, nếu tiền khôn có thể tìm ra lợi nhuận bằng cách mua thấp và bán cao, thì hiệu ứng của tiền khôn, sẽ đẩy giá tài sản về giá trị thực của chúng. Họ sẽ mua các cổ phiếu được định giá thấp và do đó có xu hướng trả giá lên. Họ sẽ bán cổ phiếu bị định giá cao và do đó có xu hướng giảm giá xuống. Hơn nữa, nếu có sự sai lệch đáng kể trong giá chứng khoán, thì lợi nhuận qua giao dịch này sẽ có xu hướng biến tiền khôn thành người giàu, từ đó tăng ảnh hưởng của họ trên thị trường và tăng sức mạnh để loại bỏ việc định giá sai.

Thật không may, lập luận này cho giả thuyết thị trường hiệu quả không cho chúng ta biết rằng thị trường chứng khoán không thể trải qua những giai đoạn định giá sai đáng kể kéo dài nhiều năm hoặc thậm chí nhiều thập kỷ. Tiền khôn không thể kiếm tiền nhanh chóng bằng cách khai thác một cơ hội lợi nhuận như vậy, và sẽ có sự không chắc chắn đáng kể về việc khi nào việc định giá sai sẽ kết thúc. Nếu thực sự ngày nay người ta biết rằng thị trường sẽ hoạt động kém trong mười hoặc hai mươi năm tới, nhưng không biết chính xác khi nào nó sẽ bắt đầu kém và không thể chứng minh kiến thức của mình cho nhiều người, thì sẽ không có cách nào để kiếm lợi nhuận đáng kể từ kiến thức này. Do đó, không có lý do xác đáng nào để nghĩ rằng tiền khôn nhất thiết phải loại bỏ việc định giá sai cổ phiếu đó.

Nhưng hạn chế này của lý thuyết thị trường hiệu quả thường bị bỏ qua. Người ta giả định rằng rất khó để dự đoán những thay đổi hàng ngày do đó ngụ ý: người ta không thể dự đoán bất kỳ thay đổi nào.

Những phản ánh về "Tiền Khôn"

Về cơ bản, lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng các khả năng khác nhau không tạo ra hiệu quả đầu tư khác nhau. Lý thuyết cho rằng những người thông minh nhất sẽ không thể làm tốt hơn những người kém thông

minh nhất về hiệu suất đầu tư. Họ không thể làm tốt hơn, bởi vì sự hiểu biết vượt trội của họ đã được kết hợp hoàn toàn vào giá cổ phiếu.

Nếu chúng ta chấp nhận tiền đề của thuyết thị trường hiệu quả, không chỉ thông minh không phải là lợi thế, mà ngay lập tức ta chấp nhận rằng việc không-thông-minh-lắm cũng không phải là một hạn chế. Nếu những người không-thông-minh-lắm có thể mất tiền một cách có hệ thống trong các giao dịch của họ, thì điều này có nghĩa là tiền sẽ vào túi của tiền khôn: chỉ cần làm ngược lại với những gì tiền không-thông-minh-lắm làm. Tuy nhiên, theo lý thuyết thị trường hiệu quả, không thể có cơ hội lợi nhuận như vậy cho tiền khôn.

Do đó, theo lý thuyết này, nỗ lực và trí thông minh không có ý nghĩa gì trong đầu tư. Về lợi nhuận đầu tư dự kiến, người ta cũng có thể chọn cổ phiếu ngẫu nhiên, một phép ẩn dụ phổ biến của việc ném phi tiêu vào danh sách thị trường chứng khoán để chọn khoản đầu tư. Cuối cùng, vì lý do này mà rất nhiều người đã nghĩ rằng họ không cần phải chú ý chút nào đến việc liệu một cổ phiếu bất kỳ có bị định giá quá cao hay không, và tại sao họ cảm thấy họ có thể bỏ qua việc định giá bất thường của thị trường tại thời điểm viết cuốn sách này, hoặc ở đỉnh cao của đợt bùng nổ thị trường chứng khoán năm 2000.

Nhưng tại sao những người thông minh nhất lại định giá cho tất cả giao dịch, như lý thuyết thị trường hiệu quả ngụ ý? Nhiều người dường như kém-thông-minh hoặc kém-hiểu-biết-hơn đang mua và bán, tại sao họ không có tác động gì đến giá cả?

Một lưu ý, được đề cập trước đây, là những nhà đầu tư khôn ngoan nhất đã chiếm lĩnh thị trường thông qua giao dịch có lợi nhuận và hiện đã định giá rất chính xác; các nhà đầu tư kém thông minh hơn đang nắm giữ rất ít đến nỗi họ trở thành lực lượng không đáng kể trên thị trường. Đây là một lập luận dễ dàng bác bỏ. Trước hết, nếu đây là lý do tiền khôn chiếm ưu thế, thì hẳn nhiên là đã có các giao dịch có lợi nhuận cho họ; nếu không, họ không thể sử dụng trí thông minh của mình để chiếm lĩnh thị trường. Nhưng nếu đã có các giao dịch có lợi nhuận, thì vẫn

phải có các giao dịch có lợi nhuận, vì các nhà đầu tư tiền khôn khi rút lui khỏi cuộc chơi sẽ có người khác thay thế. Không thể tranh luận rằng tiền khôn đã chiếm lĩnh thị trường 100 năm trước và kể từ đó họ thống trị thị trường, vì những người giao dịch thông minh đó đến giờ đều đã chết.

Một bằng chứng khác được đưa ra để hỗ trợ cho lý thuyết thị trường hiệu quả là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhà quản lý tiền tổ chức hoặc nhà phân tích chứng khoán dường như không có bất kỳ khả năng đáng tin cậy nào để vượt trội so với thị trường chung, và thực sự họ thường có vẻ kém hơn thị trường vì tài khoản giao dịch của còn phải chịu gánh nặng chi phí giao dịch và phí quản lý. Kết quả này có vẻ gây bối rối, vì người ta sẽ nghĩ rằng các nhà đầu tư chuyên nghiệp được giáo dục nhiều hơn về đầu tư và có hệ thống hơn so với các nhà đầu tư cá nhân. Nhưng có lẽ kết quả không khó hiểu như ta nghĩ. Các nhà đầu tư cá nhân nhận được lời khuyên từ các nhà đầu tư chuyên nghiệp, và họ cũng có thể quan sát (mặc dù có một chút thời gian trễ) những gì các nhà đầu tư chuyên nghiệp đang làm. Vì vậy, có thể không có sự khác biệt đáng kể giữa thành công của các nhà đầu tư chuyên nghiệp và thị trường chung, ngay cả khi phân tích của họ rất có giá trị đối với những người khác. Các nhà đầu tư cá nhân với nguồn lực đáng kể cũng có xu hướng là những người có học thức và thông minh. Hơn nữa, một số nghiên cứu đã ghi nhận rằng lời khuyên của các nhà phân tích chuyên nghiệp là lời khuyên thực sự đáng giá, nếu nó được thực hiện theo đủ nhanh chóng.

Cuối cùng, lý do mà các nghiên cứu không tìm được bằng chứng mạnh mẽ hơn cho thấy những người thông minh hơn có xu hướng kiếm nhiều tiền hơn là vì không có cách nào tốt để đo lường mức độ thông minh của các nhà đầu tư. Một nhóm các nhà đầu tư tổ chức không nhất thiết phải thông minh hơn một nhóm các nhà đầu tư cá nhân. Chúng tôi không có cơ sở dữ liệu cho điểm số IQ của các nhà quản lý đầu tư để cho phép chúng tôi so sánh hiệu suất của họ với điểm số của họ, và ngay cả khi chúng tôi đủ điều kiện để làm thế, không rõ các bài kiểm tra trí thông minh có sẵn sẽ đo được khả năng phù hợp hay không.

Một nghiên cứu, của Judith Chevalier và Glenn Ellison, thực sự đã tiến gần đến việc thu thập dữ liệu về trí thông minh của các nhà quản lý đầu tư, mặc dù các nhà đầu tư này có thể không làm bài test để có điểm số, bằng cách lập bảng trung bình SAT của họ trong các trường đại học mà họ đã từng theo học. Các nhà nghiên cứu thực sự đã tìm thấy một số bằng chứng cho thấy các công ty có người quản lý vào đại học với điểm số SAT cao hơn hoạt động tốt hơn phần nào, thậm chí sau khi kiểm soát các yếu tố khác.

Một cách tiếp cận khác để kiểm tra xem những người thông minh hơn có thể kiếm tiền bằng cách giao dịch cổ phiếu hay không dựa vào việc đầu tư thành công của họ có bền bỉ hay không. Nếu chúng ta có dữ liệu về các giao dịch cá nhân, và nếu một số người thông minh hơn những người khác trong giao dịch, thì chúng ta nên thấy rằng một số người liên tục mất tiền, trong khi những người khác liên tục kiếm tiền. Trên thực tế, chúng ta có thể đo lường một nhà giao dịch đầu tư thông minh bằng những thành công trong quá khứ của người đó, và sau đó xem điều này so sánh với những thành công tiếp theo như thế nào.

Tỉ lệ thành công giao dịch của quỹ tương hỗ trong thời gian dài đã được ghi nhận là chỉ có mức bền vững tương đối, tỉ lệ thành công liên tiếp không quá cao. Nhưng quỹ tương hỗ là các tổ chức, không phải cá nhân. Vấn đề là, ít nhất cho đến gần đây, cơ sở dữ liệu toàn diện về các giao dịch xác định các nhà giao dịch cá nhân theo thời gian không sẵn có. Tuy nhiên, một nghiên cứu gần đây đã có thể sử dụng dữ liệu của tất cả các nhà giao dịch chứng khoán hàng ngày trên Sở giao dịch chứng khoán Đài Loan mà lịch sử hoạt động của các nhà giao dịch này luôn được xác định trong khoảng thời gian năm năm. Nghiên cứu cho thấy sự kiên định đáng kể trong thành công giao dịch. Nó cũng cho thấy hầu hết các nhà giao dịch hàng ngày không kiếm đủ tiền từ các giao dịch của họ để bù đắp chi phí giao dịch, nhưng một số ít trong số họ lại liên tục làm được điều khó khăn đó.

Những người giao dịch trong ngày không thành công có xu hướng từ từ rời bỏ thị trường; những người thành công có xu hướng giao dịch rất nhiều.

Những nghiên cứu này không giải quyết rốt ráo vấn đề trí thông minh và đầu tư thành công. Tuy nhiên, từ các bằng chứng có sẵn, tôi thấy không có lý do gì để nghi ngờ luận điểm rằng những người thông minh hơn và chăm chỉ hơn về lâu dài sẽ có xu hướng làm tốt hơn trong đầu tư.

Ví dụ "rõ ràng" về việc định giá sai

Bất chấp thẩm quyền chung của lý thuyết thị trường hiệu quả trên tư duy phổ biến, người ta thường nghe những ví dụ dường như đưa ra bằng chứng trắng trợn chống lại nó. Thực tế có nhiều ví dụ về giá tài chính mà dường như không thể nào đúng được. Những giá này thường xuyên được báo cáo trên các phương tiện truyền thông. Trong thời kỳ bùng nổ thị trường chứng khoán những năm 1990, nhiều ví dụ trong số này là cổ phiếu Internet; suy luận từ giá của các cổ phiếu này, công chúng dường như đã có một cái nhìn phóng đại về tiềm năng của chúng. Ví dụ, hãy xem xét eToys, một công ty được thành lập vào năm 1997 để bán đồ chơi qua Internet. Ngay sau khi phát hành lần đầu ra công chúng vào năm 1999, giá trị cổ phiếu của eToys đã là 8 tỷ đô la, vượt quá giá trị 6 tỷ đô la của nhà bán lẻ lâu đời có hệ thống cửa hàng được xây dựng khắp nước Mỹ, Toys "R" Us. Chưa hết, trong năm tài khóa 1998, doanh số của eToys, là 30 triệu đô la, trong khi doanh thu của Toys "R" Us là 11,2 tỷ đô la, lớn hơn gần 400 lần. Và lợi nhuận của eToys, ở mức âm 28,6 triệu đô la, trong khi lợi nhuận của Toys "R" Us là một khoản tiền dương 376 triệu đô la. Thực tế, Toys "R" Us, giống như các nhà bán lẻ đồ chơi có hệ thống cửa hàng khác, đã tạo ra trang web của riêng mình. Mặc dù có một số khó khăn ban đầu khi ra mắt trang web, nhưng Toys "R" Us được nhiều người xem là có lợi thế lâu dài hơn so với eToys khi những người mua đồ chơi từ Internet, không hài lòng họ có thể đến một trong nhiều cửa hàng bán lẻ để được trả lại hoặc tư vấn. Ngoài ra, những khách hàng đã mua sắm

tại một trong những cửa hàng đó sẽ tự nhiên bị thu hút vào trang web của Toys "R" Us khi mua hàng trực tuyến. Bất chấp những nghi ngờ hiện hữu, các nhà đầu tư yêu eToys. Nhưng không mất nhiều thời gian để chứng minh những nghi ngờ là đúng: eToys.com đã nộp đơn xin phá sản và bị hủy niêm yết khỏi NASDAQ vào tháng 3 năm 2001. Bước cuối cùng là bán địa chỉ web eToys.com vào tháng 5 năm 2001 cho KB Toys, công ty này cũng theo gót nộp đơn xin phá sản vào tháng 1 năm 2004.

Định giá mà thị trường đặt vào các cổ phiếu như eToys ở đỉnh cao của thị trường vào năm 1999 và 2000 có vẻ vô lý đối với nhiều nhà quan sát, và tuy nhiên, ảnh hưởng của các nhà quan sát này đối với giá cả thị trường dường như không thể điều chỉnh sự định giá sai đó. Vậy họ đã có thể làm gì để đem lại tác dụng sửa chữa sai lầm đó? Những người nghi ngờ giá trị của các cổ phiếu này có thể cố gắng bán khống chúng, và một số người làm vậy, nhưng sự sẵn sàng của họ bị hạn chế, một phần vì luôn có khả năng cổ phiếu sẽ được đẩy giá lên cao hơn nữa bởi các nhà đầu tư nhiệt tình. Chúng ta sẽ thấy những lý do khác sau. Giá vô lý đôi khi tồn tại một thời gian dài.

Rõ ràng là các nhà đầu tư đầu tư vào các cổ phiếu này không suy nghĩ thấu đáo về tiềm năng đầu tư dài hạn và cũng không có lực lượng nào trên thị trường ngăn chặn các nhà đầu tư này đẩy giá lên quá cao. Chẳng phải bằng chứng như vậy rõ ràng chống lại hiệu quả thị trường, ít nhất là đối với một số cổ phiếu đó sao? Và nếu một số cổ phiếu có thể được định giá quá cao, thì chẳng phải theo sau nó có thể là cả thị trường bị định giá quá cao sao, bởi lẽ những cổ phiếu đó là một phần của thị trường?

Trở ngại của bán khống (short-sales) và sự tồn tại dai dẳng của định giá sai rõ ràng

Có lý do để nghĩ rằng việc định giá sai rõ ràng thực sự có thể xảy ra, ngay cả trong một thế giới có số lượng tiền khôn khổng lồ đang tìm kiếm các tài sản bị định giá sai. Lý do đó: thường có những trở ngại đối với việc bán khống, đối với việc mượn tài sản và bán chúng, do đó có hiệu ứng

giữ số lượng âm của tài sản. Edward Miller, một giáo sư lập dị tại Đại học New Orleans, người đã viết các bài báo đầy khiêu khích về một loạt các ngành học, lần đầu tiên chỉ ra điều này trong một bài báo năm 1977 trên Tạp chí Tài chính dường như làm các nhà lý thuyết thị trường hiệu quả ngạc nhiên.

Lập luận của Miller thực ra rất đơn giản. Giả sử một cổ phiếu cụ thể, hoặc một bông hoa tulip cụ thể, hoặc bất cứ thứ gì, có nhu cầu lớn bởi một nhóm nhỏ những người cuồng tín, những người háo hức đấu giá với nhau để mua càng nhiều khoản đầu tư này càng tốt. Lý thuyết thị trường hiệu quả không nói rằng không có những người cuồng tín, đó sẽ là một tuyên bố vô lý; lý thuyết này chỉ nói rằng bằng cách nào đó tiền khôn cuối cùng đã định giá thị trường. Nhưng nếu những người quá khích này thực sự mất ý thức, và nếu họ mua quá mạnh mẽ đến nỗi cuối cùng họ là người duy nhất nắm giữ những tài sản này, ai sẽ nói rằng những tài sản này đã không trở nên cao giá đến phi lý? Các nhà đầu tư tiền khôn không bị điên, họ muốn bán khống các tài sản đang được định giá quá cao, để kiếm lợi từ việc giảm giá cuối cùng rồi cũng sẽ đến, nhưng nếu họ không thể tìm thấy bất kỳ tài sản nào để vay, cách duy nhất họ có thể tham gia là mua. Kết quả là họ chỉ còn cách đứng qua một bên. Thị trường với những hạn chế về bán khống có thể được định giá quá cao và tiền khôn biết điều đó, nhưng lại không có cách nào để kiếm tiền từ hiểu biết đó.

Hạn chế bán khống là rất thực tế. Tại một số quốc gia, Chính phủ không cho phép bán khống. Ngay cả ở những quốc gia được phép bán khống, các tổ chức hỗ trợ bán khống có thể không hoạt động tốt. Một phần lý do là ngay cả ở những quốc gia này, có một ác cảm lan rộng đối với người bán khống. Người bán khống bị đổ lỗi cho tất cả các loại điều xấu. Sàn giao dịch chứng khoán New York đã từng có một thị trường có trật tự cho việc vay và cho vay cổ phiếu, đám đông cho vay có mặt trên sàn giao dịch, nhưng đã đóng cửa thị trường này một vài năm sau khi thị trường chứng khoán sụp đổ năm 1929 – một động thái bị đổ lỗi rộng rãi cho người bán khống. Người bán khống thường được coi là "ông kẹ" vì

làm biến động hay đè giá cổ phiếu xuống, một vị thế được khuếch đại bởi các nhà điều phối thị trường – bán khống cổ phiếu tài chính đã bị cấm tạm thời ở Hoa Kỳ và châu Âu sau sự sụp đổ của thị trường năm 2008 như một nỗ lực để ngăn chặn thị trường giảm sâu hơn.

Khó khăn trong việc thực hiện bán khống đã đóng một vai trò thực sự trong việc định giá sai chứng khoán. Một ví dụ điển hình là việc định giá sai cổ phiếu được bán trong đợt bán Palm của 3Com gần đỉnh thị trường chứng khoán vào tháng 3 năm 2000. Trong đợt chào bán công khai ban đầu này, 3Com đã bán 5% công ty con Palm, công ty chuyên sản xuất trợ lý kỹ thuật số cá nhân, cho công chúng và đồng thời thông báo rằng phần còn lại của Palm sẽ được bán sau đó. 5% ban đầu của Palm này có giá cao trên thị trường đến nỗi, nếu người ta cho rằng 95% cổ phần Palm khác có giá trị tương đương, thì những cổ phiếu này đã vượt quá giá trị thị trường của công ty mẹ, 3Com. Đây là sự định giá sai rõ ràng nếu có ai đó thẩm định. Nhưng chi phí lãi vay của cổ phiếu Palm đã tăng lên mức phi thường, 35% mỗi năm vào tháng 7 năm 2000, đủ cao để khiến nhà đầu tư tiền khôn dù biết được điều này, cũng không thể nào đủ sức để bán khống Palm và mua 3Com được.

Ví dụ Palm khá là đặc biệt, nhưng nó minh họa tác động của các hạn chế đối với bán khống. Có nhiều rào cản đối với bán khống, không chỉ là chi phí lãi suất rõ ràng; một số trong những rào cản này là quan liêu, tâm lý và xã hội.

Bằng chứng thống kê về định giá sai

Thật khó để đưa ra bất kỳ phán xét chắc chắn nào về hiệu quả thị trường dựa trên một vài giai thoại về việc định giá tài sản sai nghiêm trọng. Nhưng, trên thực tế, không thiếu bằng chứng có hệ thống cho thấy các công ty được "định giá quá cao" bởi các biện pháp thông thường, thực sự có xu hướng hoạt động rất kém sau đó. Nhiều bài báo trên các tạp chí tài chính học thuật cho thấy điều này, không phải bằng các ví dụ đầy màu sắc, mà bằng cách đánh giá có hệ thống một lượng lớn dữ liệu trên nhiều công ty.

Các cổ phiếu khó bán khống có xu hướng hiệu suất đầu tư tương đối kém, như Stephen Figlewski đã chỉ ra trong năm 1981. Nói chung, các cổ phiếu bị định giá quá cao bởi các biện pháp khác nhau có xu hướng hoạt động tương đối kém hơn so với các cổ phiếu bị định giá thấp. Sanjoy Basu phát hiện vào năm 1977 rằng các công ty có tỉ lệ P/E cao có xu hướng hoạt động kém, và vào năm 1992, Eugene Fama và Kenneth French đã tìm thấy điều tương tự đối với các cổ phiếu có tỉ lệ giá trên giá trị sổ sách cao. Werner De Bondt và Richard Thaler đã báo cáo vào năm 1985 rằng các công ty có giá đã tăng rất nhiều trong năm năm có xu hướng giảm giá trong năm năm tới, và các công ty có giá đã giảm rất nhiều trong năm năm có xu hướng tăng giá trong năm năm tiếp theo. (Trong Chương 8, chúng ta đã thấy chiều hướng tương tự đã xảy ra đối với các thị trường chứng khoán quốc gia trên toàn thế giới). Jay Ritter nhận thấy vào năm 1991 rằng các đợt IPO (phát hành cổ phiếu ra công chúng lần đầu) có xu hướng xảy ra ở đỉnh điểm của các trào lưu đầu tư trong một ngành cụ thể và sau đó giá giảm chậm nhưng đáng kể so với thị trường trong ba năm tiếp theo. Do đó, xảy ra hiện tượng hồi quy lại mức trung bình (hoặc về mức giá tồn tại lâu trong quá khứ) đối với giá cổ phiếu: những gì tăng lên có xu hướng quay trở lại xuống, và những gì đi xuống rất nhiều có xu hướng quay trở lại lên.

Những phát hiện này và những phát hiện tương tự của nhiều nhà nghiên cứu khác đã khuyến khích một cách tiếp cận thị trường gọi là đầu tư giá trị, đó là chọn danh mục đầu tư của các cổ phiếu bị đánh giá thấp bởi các biện pháp thông thường, dựa trên lý thuyết rằng chúng chỉ bị các nhà đầu tư bỏ qua tạm thời và sẽ dần được nhìn nhận đúng giá trở lại. Mặt khác của chiến lược này là bán khống các cổ phiếu quá đắt. Người ta có thể nghĩ rằng hiệu ứng trên thị trường của rất nhiều nhà đầu tư giá trị sẽ giảm đi và thậm chí có thể loại bỏ theo thời gian, mối quan hệ giữa các cổ phiếu giữa giá trị và lợi nhuận tiếp theo. Các nhà đầu tư giá trị sau khi mua tất cả các tài sản được định giá thấp và đẩy giá của chúng tăng lên, và cũng chuyển hướng nhu cầu ra khỏi các tài sản có giá quá cao.

Đôi khi các chiến lược đầu tư giá trị có thể sẽ ngừng hoạt động khi các nhà đầu tư đổ xô để khai thác chúng, nhưng chắc chắn điều đó không có nghĩa là sau đó đầu tư giá trị sẽ hết thời. Chắc chắn việc tránh các khoản đầu tư đã trở nên quá đắt đến nỗi chỉ những người cuồng tín mới sở hữu chúng là một chiến lược hợp lý. Có nhiều cách khác nhau để xác định giá trị, và toàn bộ thị trường sẽ không dễ dàng loại bỏ tất cả các cơ hội lợi nhuận như vậy.

Hơn nữa, ngay cả khi ảnh hưởng của giá trị đối với lợi nhuận giữa các cổ phiếu biến mất, thì cũng không kéo theo ảnh hưởng của giá trị đối với lợi nhuận theo thời gian của toàn bộ thị trường biến mất. Chiến lược đặc trưng của các nhà đầu tư giá trị là rút ra khỏi các cổ phiếu riêng lẻ được định giá cao nhưng không rút ra khỏi thị trường khi nó dường như được định giá quá cao.

Thay đổi thu nhập và thay đổi giá

Một lập luận khác cho rằng thị trường về cơ bản là hiệu quả, theo nghĩa chung nhất, rằng là giá cổ phiếu sẽ đi theo hướng biến động thu nhập theo thời gian – tức là mặc dù có sự biến động lớn về thu nhập, tỉ lệ thu nhập giá P/E vẫn chỉ dao động trong một phạm vi tương đối hẹp.

Peter Lynch, một nhà phân tích đầu tư xuất hiện thường xuyên trên các phương tiện truyền thông trong thị trường bò thập niên 1990, đã được trích dẫn bằng các chữ màu đỏ trong một quảng cáo năm 1999 cho Fidelity Investments đăng kèm một bức ảnh toàn trang của ông: "Mặc dù có 9 lần suy thoái kể từ Thế chiến thứ II, thị trường chứng khoán đã tăng gấp 63 lần vì thu nhập tăng gấp 54 lần. Thu nhập dẫn dắt thị trường." Tờ quảng cáo, xuất hiện lần đầu ngay trước thời kỳ đỉnh cao của thị trường, dường như được thiết kế để bán các quỹ tương hỗ chứng khoán Fidelity bằng cách thuyết phục độc giả rằng tăng trưởng giá xấp xỉ bằng tăng trưởng thu nhập. Nhưng trên thực tế, những con số này là lừa đảo. Khi chọn một khoảng thời gian dài như vậy để so sánh, khi không thực hiện điều chỉnh lạm phát và vì thu nhập sau Thế chiến thứ II rất thấp, nên

không có gì đáng ngạc nhiên khi Lynch có thể tìm thấy sự tương ứng như vậy. Nhưng nếu chọn các mẫu khác, thay đổi giá có vẻ ít tương quan với tăng trưởng thu nhập. Tuyên bố của Lynch cho thấy quan điểm chung rằng thay đổi giá cổ phiếu thường được bào chữa bằng thay đổi thu nhập và điều này chứng tỏ rằng biến động giá thị trường chứng khoán không phải là do cho bất kỳ hành vi phi lý nào từ phía các nhà đầu tư.

Như chúng ta đã lưu ý, chỉ có ba thị trường tăng giá lớn, thời kỳ tăng giá cổ phiếu bền vững và kịch tính, trong lịch sử Hoa Kỳ: thị trường tăng trưởng của thập niên 1920, đỉnh điểm là năm 1929; thị trường tăng trưởng của những năm 1950; và thị trường tăng dài kéo dài từ 1982 đến 2000. (Người ta cũng có thể thêm thị trường tăng giá dẫn đến đỉnh điểm vào năm 1901, nhưng nó không quá kịch tính. Bùng nổ Xã hội sở hữu 2003-2007 và bùng nổ Bình thường mới giai đoạn 2009-2014 thậm chí còn ít kịch tính hơn khi so sánh).

Thị trường tăng trưởng lớn đầu tiên, từ 1920 đến 1929, là thời kỳ tăng trưởng lợi nhuận nhanh chóng. Thu nhập S&P Composite thực tăng gấp đôi trong giai đoạn này và giá cổ phiếu thực tăng gấp năm lần. Thay đổi thị trường có thể được xem là một phản ứng đối với thay đổi thu nhập, mặc dù phản ứng có phần thái quá.

Nhưng trong thị trường tăng trưởng lớn thứ hai, sự tương ứng giữa tăng trưởng giá và tăng trưởng thu nhập không quá rõ ràng. Hầu hết sự tăng trưởng giá khi đó xảy ra vào những năm 1950 và từ tháng 1 năm 1950 đến tháng 12 năm 1959, chỉ số S&P Composite thực gần như tăng gấp ba. Nhưng thu nhập S&P thực chỉ tăng 16% trong toàn bộ thập kỷ này, một hiệu suất thu nhập dưới mức trung bình xét theo tiêu chuẩn lịch sử. Xét về tốc độ tăng trưởng kinh tế nói chung, những năm 1950 cao hơn trung bình một chút, mặc dù không mạnh bằng những năm 1940 hay 1960: tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội trung bình thực tế là 3,3% một năm từ 1950 đến 1960.

Trong thị trường tăng trưởng lớn thứ ba, giá cổ phiếu thực tăng ít nhiều liên tục từ năm 1982 đến năm 2000, nhưng thu nhập không tăng

trưởng đồng đều. Thu nhập S&P Composite thực tế ở mức thấp nhất của cuộc suy thoái năm 1991 thấp hơn so với mức suy thoái kinh tế năm 1982, nhưng chỉ số S&P Composite thực tế cao gần gấp rưỡi. Vì vậy, đối với thị trường tăng trưởng này, việc tăng giá không thể được xem là một phản ứng đơn giản đối với việc tăng thu nhập.

Những ví dụ này cho thấy tăng trưởng thu nhập và tăng trưởng giá cả hoàn toàn không tương ứng. Người ta không thể chỉ trích các lý thuyết bong bóng bằng cách tuyên bố rằng chính các bong bóng gây ra điều này.

Mối quan hệ lịch sử giữa tỷ lệ Giá-Thu nhập và lợi nhuận dài hạn sau đó

Trên thực tế, dịch chuyển giá có xu hướng tương quan mạnh với thu nhập, và dao động giá tương quan với xu hướng thu nhập dài có xu hướng, về mặt lịch sử, sẽ bị đảo ngược sau đó. Hình 11.1 là biểu đồ phân tán biểu diễn, trên trục hoành, tháng 1 hàng năm từ 1881 đến 2003, tỉ lệ giá trên thu nhập CAPE (như đã thảo luận trong Chương 1 và được vẽ trong Hình 1.3) cho tháng đó, và theo chiều dọc trục, lợi nhuận thị trường chứng khoán thực tế (điều chỉnh lạm phát) hàng năm trong mười năm sau tháng đó. Biểu đồ phân tán này cho phép chúng ta thấy một cách trực quan tỉ lệ P/E dự báo lợi nhuận dài hạn (mười năm) tiếp theo tốt như thế nào. Chỉ hiển thị dữ liệu tháng 1: nếu tất cả mười hai tháng mỗi năm được hiển thị, sẽ có rất nhiều điểm đến phân tán đến nỗi không thể đọc được. Dĩ nhiên, nhược điểm của phương pháp kể chuyện bằng số này là khi chỉ hiển thị dữ liệu tháng 1, chúng ta bỏ lỡ hầu hết các đỉnh và đáy của thị trường. Ví dụ, chúng ta bỏ lỡ đỉnh cao của thị trường vào năm 1929 và cũng bỏ lỡ lợi nhuận tiêu cực theo sau nó.

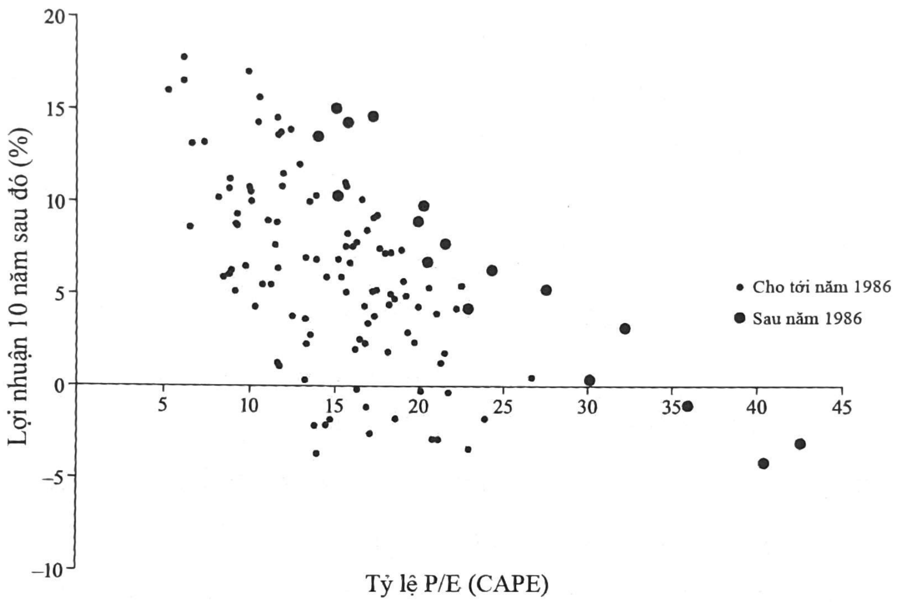
Hình 11.1 cho thấy các giá trị CAPE đã dự báo lợi nhuận như thế nào, vì mỗi CAPE được hiển thị trên trục hoành được biết vào đầu giai đoạn mười năm. Biểu đồ phân tán này được phát triển bởi nhà kinh tế đồng nghiệp John Campbell và tôi. Các biểu đồ như vậy, đối với các quốc gia khác nhau, là trung tâm dẫn chứng của chúng tôi trước hội đồng thống

đốc của Cục Dự trữ Liên bang vào ngày 3 tháng 12 năm 1996, ngay trước bài phát biểu về lạc quan tếu của Alan Greenspan. Hình 11.1 khác với biểu đồ mà chúng tôi đã trình bày tại đó ở một điểm là chúng ta hiện có thêm dữ liệu từ 17 năm nữa, từ 1987 đến 2003 đối với CAPE (hay từ 1997 đến 2013 đối với lợi nhuận), và vì vậy 17 điểm mới đã được thêm vào 106 điểm trên biểu đồ hồi đó.

Một loạt các điểm trong phân tán cho thấy một độ nghiêng xác định, dốc xuống từ phía trên bên trái sang phía dưới bên phải. Biểu đồ phân tán cho thấy rằng đối với một số ngày gần bên trái của biểu đồ (chẳng hạn như tháng 1 năm 1920, tháng 1 năm 1949 hoặc tháng 1 năm 1982) lợi nhuận dài hạn tiếp theo là rất cao. Trong một số năm gần bên phải của biểu đồ phân tán (chẳng hạn như tháng 1 năm 1929, tháng 1 năm 1937 hoặc tháng 1 năm 1966), lợi nhuận tiếp theo rất thấp. Ngoài ra còn có một số trường hợp ngoại lệ quan trọng, chẳng hạn như tháng 1 năm 1899, vẫn có thể mang lại lợi nhuận mười năm tiếp theo cao tới 5,5% một năm mặc dù chỉ số CAPE là 22,9 và tháng 1 năm 1922, đã đạt được lợi nhuận mười năm sau đó chỉ 8,7% một năm mặc dù mức CAPE thấp là 7,4. Nhưng ý nghĩa của biểu đồ phân tán này là, theo quy luật và trung bình, những năm có CAPE thấp đã được theo sau bởi lợi nhuận cao, và những năm có CAPE cao đã được theo sau bởi lợi nhuận thấp hoặc âm.

Mối quan hệ giữa tỉ lệ P/E và lợi nhuận tiếp theo dường như rất mạnh, mặc dù có nhiều câu hỏi về ý nghĩa thống kê của nó, vì chỉ có 12 khoảng thời gian mười năm không gối lên nhau trong dữ liệu 123 năm. Đã có những tranh luận học thuật đáng kể về ý nghĩa thống kê của các mối quan hệ như thế này và một số câu hỏi khó về phương pháp thống kê vẫn đang được giải quyết. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng mối quan hệ nên được coi là có ý nghĩa thống kê. Hình 11.1 xác nhận rằng các nhà đầu tư dài hạn - các nhà đầu tư có thể cam kết đầu tư trong trọn mười năm - đã có kết quả đầu tư rất tốt khi giá thấp tương quan với thu nhập vào đầu giai đoạn mười năm và có kết quả rất kém khi giá ở mức cao bắt đầu giai đoạn mười năm. Cá nhân các nhà đầu tư dài hạn sẽ được khuyến

cáo nên giảm mức độ tiếp xúc với thị trường chứng khoán khi nó ở mức cao, những yếu tố khác như nhau và tham gia vào thị trường khi nó ở mức thấp. Tất nhiên, những yếu tố khác không phải lúc nào cũng bằng nhau. Tại thời điểm viết bài này, năm 2014, CAPE rất cao, nhưng giá các khoản đầu tư thay thế và giá trái phiếu dài hạn cũng vậy, và lãi suất ngắn hạn gần như bằng không.



Hình 11.1

Tỉ lệ P/E được điều chỉnh theo chu kỳ (CAPE) là yếu tố dự báo lợi nhuận mười năm

Biểu đồ phân tán lợi nhuận mười năm so với tỉ lệ P/E. Trục ngang hiển thị CAPE (như được vẽ trong Hình 1.3) vào tháng 1 của năm. Trục dọc cho thấy lợi nhuận thực tế trung bình hàng năm trung bình hình học mỗi năm khi đầu tư vào Chỉ số tổng hợp S&P vào tháng 1 của năm, tái đầu tư cổ tức và bán mười năm sau đó. Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu từ các nguồn được đưa ra trong Hình 1.3.

Giá trị của CAPE ở đỉnh cao của thị trường chứng khoán năm 2000, trên 40, vượt xa phạm vi lịch sử bình thường của tỉ lệ P/E, và giá trái

phiếu và lãi suất ngắn hạn không ở mức cực cao như vậy. Cùng năm đó, khi ấn bản đầu tiên của cuốn sách này được xuất bản, tôi đã cẩn thận không bao giờ sử dụng biểu đồ này làm cơ sở để dự báo thị trường chứng khoán. Dự báo sẽ là cực kỳ bi quan để có thể tin được. Nếu ta đưa một đường thẳng hoặc một đường cong vào biểu đồ phân tán và vì tỉ lệ P/E năm 2000 nằm ngoài phạm vi lịch sử, hình dạng của đường cong sẽ rất quan trọng. Có thể nói rằng biểu đồ gợi ý rằng, tính từ năm 2000, dự báo sẽ có lợi nhuận âm đáng kể, trung bình đến năm 2010. Đo từ năm 2014, với tỉ lệ P/E vào khoảng hai mươi mấy, số liệu cho thấy lợi nhuận thực dương và ở mức thấp, một vài phần trăm một năm, cho việc nắm giữ cổ phiếu trong mười năm kết thúc vào năm 2024, mặc dù một lần nữa dự báo đó không nên được coi là rất đáng tin cậy.

Một phần lý do để nghi ngờ rằng mối quan hệ trong Hình 11.1 là có thật, nếu không muốn nói là rất đáng tin cậy, là về mặt lịch sử, khi giá đã cao so với thu nhập được tính toán ở đây (sử dụng thu nhập trung bình mười năm), tỉ lệ hoàn vốn xét theo cổ tức ở mức thấp và khi giá thấp so với thu nhập, lợi nhuận xét về cổ tức là cao. Tỉ lệ P/E cao kỷ lục năm 2000 được khớp với tỉ suất cổ tức thấp kỷ lục. Vào tháng 1 năm 2000, cổ tức của S&P là 1,2% giá, thấp hơn nhiều so với 4,7% là mức trung bình lịch sử. Đến năm 2004, thị trường sụt giảm và một số mức tăng cổ tức đã mang lại cổ tức lên tới 1,7%, cao hơn, nhưng vẫn còn thấp và đến năm 2014, chúng đã tăng thêm một chút lên 1,9%. Thật tự nhiên khi giả sử rằng khi một người nhận được cổ tức thấp hơn rất nhiều từ cổ phiếu mà họ sở hữu, thì người ta phải kỳ vọng kiếm được lợi nhuận đầu tư nói chung là thấp hơn. Cuối cùng, cổ tức là một phần của tổng lợi nhuận mà người ta nhận được từ việc nắm giữ cổ phiếu (phần còn lại là lãi vốn) và cổ tức trong lịch sử đại diện cho phần chi phối của lợi nhuận trung bình của cổ phiếu. Lợi nhuận đáng tin cậy do cổ tức, không phải là phần ít dự đoán được phát sinh từ lãi vốn, là lý do chính khiến cổ phiếu, tính trung bình, là những khoản đầu tư tốt như vậy trong lịch sử.

Do đó, lợi nhuận từ việc nắm giữ cổ phiếu phải thấp khi cổ tức thấp - trừ khi bản thân cổ tức thấp là yếu tố dự báo tăng giá thị trường chứng khoán, do đó, vào thời điểm cổ tức thấp, người ta có thể thực sự kỳ vọng cổ phiếu sẽ tăng nhiều hơn bình thường để bù đắp cho tác động của cổ tức thấp trên lợi nhuận. Thực tế trong lịch sử, những khi cổ tức thấp so với giá cổ phiếu không có xu hướng được theo sau bởi giá cổ phiếu tăng cao hơn trong năm hoặc mười năm tiếp theo. Hoàn toàn ngược lại: những khi cổ tức thấp so với giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán nói chung có xu hướng theo sau là giảm giá (hoặc tăng ít hơn bình thường) trong thời gian dài, và do đó lợi nhuận có xu hướng bị đánh từ cả hai nguồn vào những thời điểm đó, từ cả lợi suất cổ tức thấp và giá giảm. Do đó, sự khôn ngoan đơn giản - rằng khi một người không nhận được nhiều cổ tức so với giá mà người đó trả để mua cổ phiếu, thì đó không phải là thời điểm tốt để mua cổ phiếu - hóa ra là đúng về mặt lịch sử.

Lãi suất như là yếu tố dự báo lợi nhuận vượt trội của cổ phiếu so với trái phiếu

Khi lãi suất rất thấp (tại thời điểm viết bài này), có vẻ như sức hấp dẫn của thị trường chứng khoán được tăng cường, ngay cả khi thị trường chứng khoán đang được định giá là cao theo CAPE, vì các khoản đầu tư thay thế cho cổ phiếu nhìn cũng không đẹp lắm. Thật vậy, nếu lãi suất dài hạn rất thấp (như khi chúng chạm mức thấp kỷ lục mọi thời đại vào năm 2012, tầm khoảng thời gian Fed công bố vòng thứ ba nới lỏng định lượng, xem Hình 1.3), thì các nhà đầu tư vào trái phiếu có một số nghi ngờ về giá trị của trái phiếu như là sự thay thế cho thị trường chứng khoán, ngay cả khi chỉ số CAPE cao.

Do CAPE dự đoán tiêu cực về lợi nhuận dài hạn, nên người ta có thể nghi ngờ rằng lợi nhuận vượt mức thực tế giữa cổ phiếu và trái phiếu (nghĩa là lợi nhuận thực tế của cổ phiếu trừ lợi nhuận thực tế của trái phiếu) sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi cả CAPE và ước tính lãi suất dài hạn thực tế. Thật vậy, đây là những gì chúng tôi tìm thấy, với dữ liệu được hiển

thị trong Hình 1.1. Một tín hiệu mạnh mẽ để thay thế cổ phiếu bằng trái phiếu sẽ là thời điểm có CAPE cao và lãi suất thực dài hạn cao. Thời điểm đó là tháng 9 năm 1929, khi CAPE là 32,6, khi lãi suất dài hạn là 3,4%, và khi giảm phát trong những năm 1920, lãi suất thực ước tính thậm chí còn cao hơn đạt 3,7%. Lợi nhuận vượt mức dự đoán của cổ phiếu so với trái phiếu là -2,3% một năm trong giai đoạn 1929-1939. (Lợi nhuận vượt mức hàng năm thực tế là 6,3% một năm trong giai đoạn 1929-1939). Đó không phải là câu chuyện của thời điểm viết bài này, vào năm 2014, khi CAPE ở khoảng 25, tỉ lệ lãi suất dài hạn là khoảng 2,5% và ước tính lãi suất dài hạn thực tế là khoảng một phần tư của 1%. Lợi nhuận vượt mức hàng năm dự đoán cho cổ phiếu Hoa Kỳ so với trái phiếu từ phân tích đơn giản này kể từ tháng 7 năm 2014 cho tháng 7 năm 2014 đến tháng 7 năm 2024 là 2,4% mỗi năm. Tất cả các dự đoán như vậy tất nhiên phải được thực hiện với sự thận trọng.

Thay đổi cổ tức và thay đổi giá

Một số nhà kinh tế đã tuyên bố rằng có một tương quan giữa các biến động giá cổ phiếu thực và, nếu không phải là biến động thu nhập thực, thì ít nhất là các biến động cổ tức thực. Biến động cổ tức có thể được coi là các chỉ số có giá trị cơ bản, và vì vậy, các nhà kinh tế này cho rằng, có bằng chứng cho thấy giá cổ phiếu được thúc đẩy bởi các yếu tố cơ bản thực, chứ không phải thái độ của nhà đầu tư.

Tôi nghĩ rằng các nhà kinh tế đã phóng đại tình hình về sự đồng chuyển động giữa cổ tức và giá cả. Sự dao động thường nhật của giá cổ phiếu trên thực tế không tương ứng quá chặt chẽ với sự dao động của cổ tức. Nhớ lại vào giữa đỉnh thị trường chứng khoán vào tháng 9 năm 1929 và đáy vào tháng 6 năm 1932, khi thị trường chứng khoán giảm 81% theo chỉ số S&P thực tế, cổ tức thực tế chỉ giảm 11%. Giữa đỉnh thị trường chứng khoán vào tháng 1 năm 1973 và đáy vào tháng 12 năm 1974, khi thị trường chứng khoán giảm 54% theo chỉ số S&P thực tế, cổ tức thực tế chỉ giảm 6%. Và có nhiều ví dụ khác nữa.

Cũng có khả năng một phần lý do của sự đồng chuyển động quan sát được giữa giá thực và cổ tức thực là phản ứng của cổ tức với các yếu tố tương tự - có thể bao gồm cả bong bóng đầu cơ - gây ảnh hưởng phi lý đến giá. Các nhà quản lý quyết định cổ tức và khi làm như vậy, họ có thể làm tỉ lệ thu nhập trên cổ tức, nghĩa là tỉ lệ trả cổ tức, thay đổi theo thời gian. Các nhà quản lý là một phần của cùng một nền văn hóa với công chúng đầu tư, và do đó có lẽ thường bị ảnh hưởng đầy đủ bởi cùng một cảm giác lạc quan và bi quan khác nhau gây ra cho công chúng; họ có thể cho phép cảm giác này ảnh hưởng đến quyết định của họ về mức chi trả cổ tức. Do đó, thực tế là giá cả và xu hướng cho thấy một số điểm tương đồng đáng kể là điều phù hợp với khả năng rằng cả hai đều bị ảnh hưởng bởi cả "thời trang" và "mốt".

Tóm lại, giá cổ phiếu rõ ràng có một cuộc đời của riêng nó; nó không chỉ đơn giản là phản ứng với thu nhập hoặc cổ tức. Cũng không có vẻ như nó chỉ được quyết định bởi thông tin về thu nhập hoặc cổ tức trong tương lai. Để tìm kiếm lời giải thích cho biến động giá cổ phiếu, chúng ta phải tìm nơi khác.

Biến động dư thừa và bức tranh lớn

Thực sự có rất nhiều bằng chứng về hiệu quả thị trường trong các tạp chí tài chính học thuật, nhưng thật khó để nói rằng đó là bằng chứng ủng hộ hay chống lại thuyết này. Rất nhiều điều dị thường đã được phát hiện trong nhiều năm qua trong lý thuyết thị trường hiệu quả. Những bất thường này bao gồm hiệu ứng tháng 1 (giá cổ phiếu có xu hướng tăng trong khoảng từ tháng 12 đến tháng 1), hiệu ứng doanh nghiệp nhỏ (cổ phiếu của các doanh nghiệp nhỏ có xu hướng có lợi nhuận cao hơn), hiệu ứng trong tuần (thị trường chứng khoán có xu hướng hoạt động kém vào thứ Hai) và những hiệu ứng khác. Làm thế nào chúng ta có thể kết luận rằng đây là những tài liệu ủng hộ cho hiệu quả thị trường?

Một cách để lập luận rằng các tài liệu dù sao cũng ủng hộ hiệu quả thị trường là tuyên bố rằng nhiều trong số đó chỉ là những tác động nhỏ,

không phải là vấn đề tác động lớn đến thị trường tăng hoặc giảm. Một cách khác là lưu ý rằng nhiều hiệu ứng trong số này đã giảm đi sau khi chúng được phát hiện, vì thực sự hiệu ứng tháng 1 bị suy yếu sau năm 1995 và hiệu ứng doanh nghiệp nhỏ biến mất trong bùng nổ Thiên niên kỷ. Điều này khiến cho việc tổng hợp tài liệu trở nên khó khăn. Một mặt, việc những bất thường này tồn tại trong một thời gian dài cho thấy thị trường không hiệu quả. Mặt khác, thực tế là nhiều điều trong số này đã suy yếu cho thấy rằng có một sự thật cơ bản cho lý thuyết.

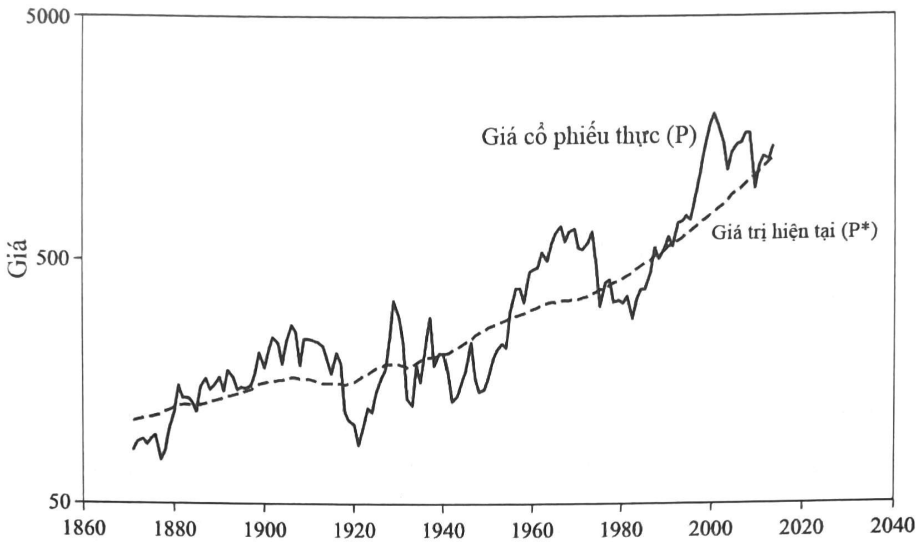
Merton Miller, người ủng hộ hàng đầu của lý thuyết thị trường hiệu quả, nhận ra rằng thực sự có nhiều bất thường nhỏ, nhưng ông lập luận rằng chúng không gây hậu quả gì: "Sự thật rằng chúng tôi chắt lọc từ tất cả những câu chuyện này trong việc xây dựng mô hình của chúng tôi không phải vì những câu chuyện không thú vị mà bởi vì chúng có thể quá thú vị và do đó làm chúng ta mất tập trung vào các lực lượng thị trường phổ biến, đây mới nên là mối quan tâm chính của chúng ta." Nhưng ông không giải thích giả định của ông rằng các lực lượng thị trường phổ biến là những lực lượng có lý trí.

Chắt lọc (như Miller thúc giục chúng ta làm) từ những chi tiết nhỏ về hiệu ứng ngày-trong-tuần và các hiệu ứng tương tự, bằng chứng cơ bản nào cho thấy thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả theo nghĩa rộng? Những thay đổi lớn về giá cổ phiếu trong những năm qua có thực sự phản ánh thông tin về những thay đổi quan trọng trong các yếu tố cơ bản của công ty không?

Bằng chứng cho thấy không có nhiều động lực ngắn hạn hay quán tính - mà không có nhiều dự đoán về sự thay đổi hàng ngày hoặc hàng tháng trong các chỉ số giá cổ phiếu - không cho chúng ta biết gì về hiệu quả thị trường dưới góc độ bức tranh lớn. Chúng ta đã biết từ lý do kinh tế đơn giản rằng sự thay đổi hàng ngày của giá cổ phiếu không thể dự báo được, vì dự báo như vậy sẽ là cơ hội lợi nhuận quá tốt là có thực; sẽ quá dễ dàng để làm giàu.

Một phương pháp để đánh giá liệu có bằng chứng ủng hộ tính hợp lệ cơ bản của lý thuyết thị trường hiệu quả, mà tôi đã công bố trong một bài báo trên Tạp chí Kinh tế Mỹ năm 1981 (cùng lúc với một bài báo tương tự của Stephen LeRoy và Richard Porter xuất hiện), là để xem liệu sự biến động của giá đầu cơ, chẳng hạn như giá cổ phiếu, có thể được chứng minh bằng sự thay đổi của cổ tức trong khoảng thời gian dài. Nếu các động thái giá cổ phiếu được chứng minh dựa trên mức cổ tức trong tương lai mà các công ty phải trả, như phiên bản cơ bản của lý thuyết thị trường hiệu quả ngụ ý, thì theo thị trường hiệu quả, chúng ta không thể có giá biến động mà không có cổ tức biến động sau đó.

Trên thực tế, bài viết của tôi đã kết luận, không có sự biến động nào của giá cổ phiếu tổng hợp của Hoa Kỳ ngoài xu hướng tăng giá đã từng được chứng minh bằng các biến động cổ tức, vì giá trị hiện tại cổ tức với tỉ lệ chiết khấu không đổi đã cho thấy con đường tăng trưởng cực kỳ trơn tru. Kết luận này, đến vào thời điểm mà ngành tài chính gắn bó với lý thuyết thị trường hiệu quả hơn nhiều so với bây giờ, đã tạo ra một phản ứng mạnh mẽ. Tôi đã nhận được nhiều cuộc tấn công vào công trình này đến nỗi tôi không hy vọng có thể trả lời được hết. Không ai thắc mắc về việc quan sát rằng giá cổ phiếu có nhiều biến động hơn so với giá trị cổ tức hiện tại - mà chỉ thắc mắc liệu sự khác biệt giữa hai yếu tố có ý nghĩa thống kê hay liệu sự giải thích của tôi về sự khác biệt này có nhằm vào mục tiêu nào không. ***(Xem tiếp biểu đồ chi tiết ở trang sau).***



Hình 11.2

Giá cổ phiếu và giá trị cổ tức hiện tại, 1871-2013

Chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp S&P thực, 1871-2013 (đường cong đậm bất thường) và giá trị hiện tại, 1871-2013, của cổ tức thực tiếp theo được tính bằng tỉ lệ chiết khấu không đổi (đường cong trơn tru). Nguồn: Tính toán của tác giả sử dụng dữ liệu từ các nguồn được đưa ra trong Hình 1.1 và được mô tả trong Chương 1. Trục tung sử dụng thang đo log, trái ngược với các số liệu trước đó trong cuốn sách này và cũng chỉ hiển thị tháng 1 mỗi năm; do đó đường cong giá cổ phiếu thực, giống Hình 1.1 trông có vẻ khác ở đây.

Bao gồm trong bài viết của tôi là một hình biểu diễn Chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp S&P thực tế (đã điều chỉnh theo lạm phát) giai đoạn 1871-1979 và trên cùng một hình, giá trị hiện tại của cổ tức, tức giá trị hiện tại mỗi năm cổ tức thực được trả trên các cổ phiếu tạo nên chỉ số, được tính bằng cách đưa ra một giả định về cổ tức sau năm ngoái. Một phiên bản cập nhật của hình này cho cả giá cổ phiếu và giá trị hiện tại cổ tức đến năm 2003, được biểu diễn bằng Hình 11.2.

Giá trị hiện tại cổ tức không được biết chắc chắn trong năm tương ứng, vì nó được xác định hoàn toàn bằng cổ tức sau một năm, vẫn chưa được thanh toán. Theo mô hình thị trường hiệu quả, giá trị hiện tại cổ tức sau bất kỳ năm nào là giá trị cơ bản thực sự (chưa được biết) của thị trường chứng khoán trong năm đó. Mức thực tế của thị trường chứng khoán thực trong cùng năm đó, giá cổ phiếu trong Hình 11.2, được cho là dự đoán tối ưu, sử dụng thông tin có sẵn trong năm đó, của một trong những giá trị cổ tức cùng năm đó.

Nhìn vào con số này, chúng ta có thể hiểu được mức độ của bức tranh lớn, bằng chứng quan trọng cho hiệu quả của thị trường chứng khoán tổng hợp tại Hoa Kỳ. Nếu giá trị hiện tại cổ tức tăng và giảm nhiều theo thời gian và nếu giá cổ phiếu thực có vẻ di chuyển theo các biến động này như thể dự báo thành công sự thay đổi của giá trị hiện tại cổ tức, thì chúng ta có thể nói rằng có bằng chứng cho thấy giá cổ phiếu đã hành xử theo các nguyên lý của lý thuyết thị trường hiệu quả. Nhưng chúng ta thấy rằng chuỗi giá trị cổ tức hiện tại không biến động hơn so với chuỗi giá. Hơn nữa, giá cổ phiếu ít có xu hướng dự báo giá trị hiện tại cổ tức.

Giá trị hiện tại cổ tức cực kỳ ổn định và trông như có xu hướng, một phần vì các tính toán cho dữ liệu sử dụng giá trị hiện tại trong một phạm vi xa trong tương lai và một phần vì cổ tức đã không thay đổi đáng kể. Bây giờ người ta thấy giá trị hiện tại được vẽ trong một khoảng thời gian dài, có vẻ như rõ ràng từ những gì một số người trong chúng ta (những người đã nghĩ về điều này và nắm bắt trực giác tốt về số lượng) luôn dự cảm: sự biến động lớn của thị trường chứng khoán trong lịch sử trên thực tế không được biện minh bằng những gì thực sự xảy ra với các doanh nghiệp của các công ty khác nhau sau này. Người ta có thể cố gắng lập luận rằng một phần nhỏ của một thế kỷ không phải là khoảng thời gian đủ dài để tự tin rằng người ta sẽ mong đợi được biện minh như vậy, nhưng sự thật vẫn là không có sự biện minh nào.

Vấn đề tôi đưa ra vào năm 1981 là giá cổ phiếu dường như quá biến động để được xem xét phù hợp với thị trường hiệu quả. Giả sử rằng giá

cổ phiếu được coi là một yếu tố dự báo tối ưu của giá trị hiện tại cổ tức, thì nó không nên nhảy thất thường nếu giá trị cơ bản thực sự tăng theo xu hướng trơn tru. Chỉ khi công chúng có thể dự đoán tương lai một cách hoàn hảo thì giá sẽ biến động như giá trị cổ tức hiện tại, và trong trường hợp đó, nó sẽ phù hợp hoàn hảo với giá trị hiện tại. Nếu công chúng không thể dự đoán tốt, thì dự báo sẽ di chuyển xung quanh ít hơn nhiều so với giá trị hiện tại. Nhưng đó không phải là những gì chúng ta thấy trong Hình 11.2.

Chúng ta tìm hiểu qua việc xem xét Hình 11.2 rằng cách giải thích phổ biến được đưa ra trên phương tiện truyền thông về biến động của thị trường chứng khoán dưới triển vọng của chu kỳ kinh doanh ngắn hạn nói chung là sai lầm. Viễn cảnh một cuộc suy thoái tạm thời đang diễn ra làm giảm cổ tức trong tương lai sẽ hầu như không ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, nếu lý thuyết thị trường hiệu quả là chính xác. Các cuộc suy thoái diễn ra quá ngắn và quá nhỏ trong lịch sử để biện minh cho các biến động giá cổ phiếu có liên quan đến chúng. Thay đổi trong giá cổ phiếu, nếu có thể hiểu được theo lý thuyết thị trường hiệu quả, thay vào đó phải là do thông tin mới về triển vọng dài hạn hơn cho cổ tức thực sự. Tuy nhiên, trong toàn bộ lịch sử của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ, chúng ta chưa bao giờ thấy những biến động dài hạn như vậy, vì cổ tức đã theo một con đường tăng trưởng ổn định.

Như tôi đã lập luận trong nghiên cứu năm 1981 của mình, cách duy nhất để điều hòa sự biến động của giá cổ phiếu với mô hình thị trường hiệu quả mà không dựa vào các giả định đặc biệt về việc thay đổi tỉ lệ chiết khấu thị trường chứng khoán là giả sử rằng, bằng cách này hay cách khác, biến động lịch sử của cổ tức quanh con đường tăng trưởng của nó không đại diện cho những biến động tiềm năng. Người ta sẽ phải nói rằng những biến động quan sát được trong giá cả thị trường là kết quả của mối quan tâm chính đáng của mọi người với những biến động cổ tức lớn và kéo dài vốn không có cơ hội xảy ra trong dữ liệu cả thế kỷ mà chúng ta quan sát được. Ví dụ, mọi người có thể lo ngại về một sự kiện

lớn, hiếm gặp, chẳng hạn như chính phủ quốc hữu hóa và tịch thu thị trường chứng khoán, hoặc một bước đột phá lớn về công nghệ sẽ khiến các công ty hiện tại có thể trả cổ tức gấp nhiều lần. Họ cũng có thể quan tâm, khi định giá cổ phiếu, sự biến động của lãi suất trong tương lai hoặc của sự biến động trong nền kinh tế chung, những khả năng được xem xét trong Bài giảng Nobel ở phụ lục.

Như đã lưu ý trước đó, công trình của tôi đã thu hút sự chú ý của một đội quân phê bình. Đáng chú ý nhất trong số đó là Robert C. Merton, một nhà lý luận tài chính xuất sắc, người cũng chịu một khoản lỗ lớn với tư cách là cổ đông chính trong Quỹ phòng hộ Long Term Capital Management. Merton, cùng với Terry Marsh, đã viết một bài báo trên Tạp chí Kinh tế Mỹ năm 1986, lập luận chống lại kết quả của tôi và kết luận, trớ trêu thay, là thị trường đầu cơ không quá biến động.

John Campbell và tôi đã viết một số bài báo cố gắng đưa những tuyên bố về sự biến động dư thừa này lên một nền tảng vững chắc hơn, và chúng tôi đã phát triển các mô hình thống kê để nghiên cứu vấn đề và giải quyết một số vấn đề được các nhà phê bình nhấn mạnh. Chúng tôi cảm thấy rằng chúng tôi đã thiết lập một cách khá thuyết phục rằng thị trường chứng khoán vi phạm mô hình thị trường hiệu quả.

Tuy nhiên, nghiên cứu của chúng tôi đã không hoàn toàn giải quyết vấn đề. Đơn giản là có quá nhiều vấn đề thống kê khả dĩ có thể được nêu ra, và mẫu nghiên cứu được cung cấp bởi dữ liệu của chỉ một phần nhỏ của thế kỷ không thể chứng minh bất cứ điều gì một cách thuyết phục.

Cũng cần lưu ý rằng một số phần đáng kể của biến động trên thị trường tài chính được biện minh bằng tin tức về cổ tức hoặc thu nhập trong tương lai. Hành vi rất giống xu hướng của cổ tức doanh nghiệp Hoa Kỳ trong thế kỷ qua có lẽ một phần là do may mắn, không phải là quy luật nói rằng cổ tức phải đi theo xu hướng. Tính đến sự không chắc chắn về xu hướng, Campbell và tôi, khi giải thích kết quả của một trong những nghiên cứu thống kê của chúng tôi, ước tính rằng 27% biến động lợi nhuận hàng năm của thị trường chứng khoán Mỹ có thể được biện

minh bằng thông tin xác thực về cổ tức trong tương lai. Campbell và John Ammer, sử dụng phương pháp tương tự và một bộ dữ liệu gần đây (sau chiến tranh), nhận thấy rằng 15% biến động của lợi nhuận hàng tháng trên thị trường chứng khoán Mỹ có thể được quy cho thông tin xác thực về cổ tức trong tương lai.

Dường như có ít bằng chứng về sự biến động quá mức của lãi suất dài hạn và ít bằng chứng về sự biến động dư thừa trong chênh lệch giữa các chỉ số giá cổ phiếu. Các cổ phiếu riêng rẽ, mà giá trị hiện tại của cổ tức tương lai biến động hơn so với thị trường chung, cho thấy mức độ biến động dư thừa ít hơn so với toàn bộ thị trường. Biến động dư thừa do bong bóng đầu cơ có lẽ chỉ là một trong những yếu tố thúc đẩy thị trường đầu cơ, và sự nổi bật của yếu tố này thay đổi theo thị trường và theo thời gian. Không phải lúc nào chúng ta cũng trong một tình huống biến động quá mức.

Nhưng chúng ta đang ở trong một tình huống như vậy, hoặc đã từng ở trong tình huống đó gần đây, trong nhiều thị trường chứng khoán, thị trường nhà ở và thậm chí là thị trường hàng hóa. Những người bảo vệ mức giá cao gần đây của các thị trường này đã gặp khó khăn khi đưa ra một trường hợp đầy cảm hứng rằng sự gia tăng đột ngột mà chúng ta đã thấy ở các thị trường này có thể được hiểu là phản ứng thị trường hiệu quả hợp lý đối với thông tin mới thực sự.

Do đó, một số người bảo vệ đã chuyển sang một lời giải thích rất khác về việc tăng giá đột ngột. Để biện minh cho sự đi lên đột ngột trên thị trường, những người bảo vệ này từ bỏ ý tưởng rằng thị trường luôn luôn hiệu quả. Thay vào đó, họ nói rằng các thị trường chỉ mới trở nên hiệu quả. Họ nói rằng mọi người đã bất ngờ biết được sự thật, sau cả đời sống trong u mê. Lập luận này mâu thuẫn hoàn toàn với lý thuyết rằng thị trường thực chất là hiệu quả và chúng ta không thể gạt bỏ lập luận này ra khỏi tầm tay, với số lượng lớn những người đang thúc đẩy nó. Chúng ta chuyển sang đánh giá về lập luận này trong chương tiếp theo. •

CHƯƠNG 12

NHÀ ĐẦU TƯ HỌC ĐƯỢC GÌ VÀ GẠT BỎ NHỮNG GÌ ?

Tại thời điểm định giá rõ ràng quá cao, chẳng hạn như khi viết quyển sách này, một sự hợp lý hóa cho sự phấn khích trên thị trường chứng khoán cũng như các thị trường đầu cơ khác là công chúng nói chung đã biết rằng giá trị dài hạn của thị trường thực sự lớn hơn họ nghĩ và lớn hơn đề xuất của các chỉ báo thông thường. Theo sự hợp lý hóa này, tỉ lệ P/E trên thị trường chứng khoán ngày nay cao hơn mức trung bình lịch sử vì công chúng đã biết một số thông tin đơn giản, thông tin về lợi nhuận lịch sử và đa dạng hóa hoặc về tình hình thế giới. Lập luận này khác với lập luận thị trường hiệu quả khi cho rằng thị trường trước đây được định giá quá thấp vì sự thiếu hiểu biết của công chúng. Lập luận này cơ bản là: "Các thị trường chứng khoán không hiệu quả trong hầu hết các giai đoạn lịch sử của nó vì quá thấp nhưng (có lẽ) giờ thì nó hiệu quả".

Ít nhất là ngay từ cái nhìn đầu tiên, điều đó có khả năng, xã hội có thể đã học được rằng thị trường có giá trị hơn nhiều so với trước đây. Toàn xã hội thực sự học được bài học, và hiệu quả tích lũy của việc học đó là lý do mà xã hội hiện đại đã đạt được tiến bộ như vậy khi so sánh với các thế kỷ trước. Nhưng câu hỏi vẫn còn là liệu xã hội có thực sự học được điều gì quan trọng về thị trường chứng khoán rằng: Điều này có thực sự đúng không? Nếu vậy, chúng ta đã học được gì?

Bài học về rủi ro

Người ta thường nói rằng gần đây mọi người đã biết thị trường chứng

khoán ít rủi ro hơn nhiều so với những gì họ từng nghĩ, và thị trường chứng khoán luôn vượt trội so với các khoản đầu tư khác. Bài học họ rút ra được cho là kết quả của việc đưa tin rộng rãi trên các phương tiện truyền thông trong những năm gần đây về sự vượt trội của lịch sử đầu tư vào cổ phiếu. Ví dụ, như ấn bản đầu tiên vào năm 1994 của cuốn sách của Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*. Theo quan điểm này, mọi người đã nhận ra rằng, dưới ánh sáng của các thống kê lịch sử, họ đã quá sợ hãi chứng khoán. Được trang bị kiến thức mới này, các nhà đầu tư đã đẩy giá cổ phiếu lên mức cao hơn, thành mức hợp lý hoặc giá thực của nó, mức giá mà lẽ các cổ phiếu đã phải ở đó nếu không có sự sợ hãi quá mức. Các cổ phiếu, với giá cao hơn, sẽ kèm theo lợi suất thấp hơn rất nhiều nhưng điều đó hoàn toàn ổn với các nhà đầu tư, vì giờ họ biết rằng cổ phiếu không phải khoản đầu tư đầy rủi ro. Nói cách khác, phần bù rủi ro vốn cổ phần, tức phần tỉ suất sinh lợi vượt trội cho nhà đầu tư dám chấp nhận rủi ro cao hơn khi đầu tư vào thị trường vốn chứ không phải trái phiếu, đã giảm xuống, bởi vì các nhà đầu tư đột nhiên đánh giá cao lịch sử về rủi ro thị trường chứng khoán.

Đúng là công chúng đôi khi không nhận thấy nhiều rủi ro trên thị trường chứng khoán. Trong Chương 5, kết quả khảo sát đã cho chúng ta thấy, tuy ủng hộ phổ biến cho quan điểm rằng "Nếu có một sự cố thị trường chứng khoán khác như ngày 19 tháng 10 năm 1987, thị trường chắc chắn sẽ quay trở lại trong một vài năm" đã phai nhạt rất nhiều kể từ đỉnh thị trường chứng khoán năm 2000, hầu hết mọi người vẫn tin điều này. Vì vậy, rõ ràng khả năng thị trường chứng khoán sụt giảm không làm hầu hết mọi người lo lắng. Nhưng điều này là do mọi người đã có được một số kiến thức thực sự mới? Hay dư luận sinh ra từ một thứ gì đó hoàn toàn khác và chóng tàn?

Một vấn đề với lý thuyết "bài học mới" này là thực tế lịch sử mà các nhà đầu tư được cho là học được không phải tiết lộ mới. Quan sát rằng thị trường chứng khoán phần lớn vượt trội so với các khoản đầu tư khác được đưa ra từ năm 1924 bởi một cuốn sách bán chạy nhất của Edgar

Lawrence Smith. Cuốn sách này đã dẫn chứng nhiều so sánh lịch sử về đầu tư vào cổ phiếu so với trái phiếu và thấy rằng cổ phiếu luôn chiếm ưu thế qua thời gian nắm giữ dài, trong cả hai giai đoạn giá chung tăng (lạm phát) và giá chung giảm (giảm phát). Smith cũng như một tác giả đương thời khác là Kenneth Van Strum, nhấn mạnh rằng đầu tư vào trái phiếu cũng rất rủi ro, bởi vì, mặc dù các giá trị danh nghĩa của thanh toán trái phiếu là cố định, giá trị thực của chúng dao động theo mức giá chung.

Theo Giáo sư Irving Fisher, viết vào năm 1929, "Các tác phẩm đã ném một quả bom vào thế giới đầu tư." Fisher cho rằng thị trường tăng trong những năm 1920 xảy ra bởi vì công chúng đã học được từ những cuốn sách này: "Chỉ khi công chúng nhận ra, phần lớn thông qua tác phẩm của Edgar Lawrence Smith, rằng cổ phiếu có ưu thế hơn trái phiếu trong thời kỳ mất giá của đồng đô la, thị trường tăng giá mới bắt đầu nghiêm túc hơn trong định giá cổ phiếu phổ thông".

Những người khác cùng chia sẻ niềm tin với Fisher về bài học của công chúng. Charles Amos Dice đã viết vào năm 1929 rằng "Định kiến cũ chống lại thị trường chứng khoán và nỗi sợ hãi của thị trường này đa phần đã bị xua tan bởi giáo dục cộng đồng về cổ phiếu và trái phiếu." Một nhà báo của tờ New York Herald Tribune khẳng định vào năm 1929: "Thật vui mừng khi quan sát sự phát triển của doanh nghiệp... Nhưng quan trọng hơn là việc phát triển hiểu biết những người làm nên sự phát triển của doanh nghiệp... Không có gì làm chậm tiến độ của bất kỳ ngành công nghiệp nào hoạt động tốt khi ngày càng có nhiều người tin tưởng vào nó, trở thành chủ sở hữu một phần trong doanh nghiệp và được nhận những thông báo thường xuyên và đáng tin cậy".

Dù mọi người học được trong suốt những năm 1920 rằng cổ phiếu thống trị trái phiếu ở mức giá của khoảng thời gian này, dường như họ đã quên thông tin sau đó, hoặc ít nhất là thay đổi cảm nhận của họ về nó. Câu hỏi đặt ra trước mắt chúng ta bây giờ là: Khi quan sát thị trường chứng khoán vừa qua, họ có thực sự "học" được rằng cổ phiếu luôn vượt trội so với trái phiếu, và liệu họ có tiếp tục "biết" về điều này trong tương lai không?

"Thực tế" mà Jeremy Siegel đã chỉ ra trong cuốn sách *Stocks for the Long Run* năm 1994, là ở Hoa Kỳ không có giai đoạn ba mươi năm nào mà trái phiếu có hiệu suất vượt trội so với cổ phiếu. Thực tế giả định này không thực sự đúng, vì, như chính Jeremy Siegel đã chỉ ra trong cuốn sách của mình, cổ phiếu kém hiệu quả so với trái phiếu trong giai đoạn 1831-1861. Điều đó có vẻ như xảy ra đã lâu cho đến khi người ta nhận ra rằng không có nhiều giai đoạn 30 năm mà không gối lên nhau trong lịch sử thị trường chứng khoán Hoa Kỳ: chỉ có năm giai đoạn như vậy kể từ năm 1861. Đã có nhiều giai đoạn ba mươi năm gối lên nhau, nhưng tất nhiên đây không phải là những bằng chứng độc lập. Với lịch sử tương đối ngắn như 30 năm của lợi nhuận thị trường chứng khoán, chúng ta phải nhận ra rằng có rất ít bằng chứng cho thấy chứng khoán không thể không hoạt động kém trong tương lai. Chính Siegel thừa nhận điều này trong ấn bản thứ năm vào năm 2014 của *Stocks for the Long Run*, được xuất bản sau đợt điều chỉnh năm 2000, trong đó chỉ ra nhiều khoảng thời gian 30 năm thị trường chứng khoán Hoa Kỳ đạt hiệu suất kém. Chỉ số tổng lợi nhuận trái phiếu doanh nghiệp của Moody's Aaa vượt trội so với chỉ số tổng lợi nhuận của S&P 500 trong giai đoạn ba mươi năm kết thúc vào năm 2010 và 2011.

Trong cuốn sách này tôi đã xác định 3 đỉnh P/E chính trước mức cao năm 2000, diễn ra vào tháng 6 năm 1901, tháng 9 năm 1929 và tháng 1 năm 1966. Lưu ý rằng chúng ta lại một lần nữa lên quanh mức P/E của thị trường năm 1966. Trong mỗi giai đoạn mười năm sau các đỉnh 1929 và 1966, lợi nhuận của thị trường chứng khoán hoạt động kém hơn lãi suất ngắn hạn. Nếu chúng ta lấy giai đoạn hai mươi năm làm tiêu chuẩn, sự thật là trong ba khoảng thời gian này, chỉ trong giai đoạn 1901-1921, cổ phiếu mới thực sự hoạt động kém hơn lãi suất ngắn hạn. Nhưng trong mỗi giai đoạn 20 năm sau các đỉnh này, thị trường chứng khoán thực tế hoạt động rất tệ (đã điều chỉnh lạm phát). Lợi nhuận thực trung bình (đối với chỉ số S&P) là 0,2%/năm từ tháng 6 năm 1901 đến tháng 6 năm 1921, 0,4%/năm từ tháng 9 năm 1929 đến tháng 9 năm 1949 và 1,9%/năm từ tháng 1 năm 1966 đến tháng 1 năm 1986. Bất chấp những khoản

lợi nhuận bé tí tẹo này, thị trường chứng khoán vẫn vượt trội so với lãi suất ngắn hạn trong giai đoạn 1929-1949 và 1966-1986, vì lạm phát đưa lãi suất ngắn hạn trung bình thực đến mức rất thấp, trên thực tế là xuống mức âm vào giai đoạn 1929-1949. Các thời kỳ lạm phát gắn liền với Thế chiến thứ I, Thế chiến thứ II và Chiến tranh Việt Nam đều có tác động làm suy giảm sức mua của tiền hưởng lãi suất.

Hơn nữa, bản thân Hoa Kỳ có thể là ngoại lệ hiếm gặp về lợi nhuận thực tế trên thị trường chứng khoán. Philippe Jorion và William Goetzmann đã nghiên cứu tỉ lệ tăng giá thị trường chứng khoán thực tế (không bao gồm cổ tức) cho ba mươi chín quốc gia trong giai đoạn 1926-1996 và thấy rằng tỉ lệ tăng giá thực tế trung bình chỉ là 0,8% mỗi năm đối với các quốc gia này (so với 4,3% mỗi năm đối với Hoa Kỳ). Do đó, nếu chúng ta lấy kinh nghiệm của các quốc gia khác để liên hệ bản thân, chúng ta có thể mong đợi một thị trường chứng khoán hoạt động kém hơn trong tương lai.

Các bằng chứng cho thấy cổ phiếu sẽ luôn vượt trội trái phiếu trong khoảng thời gian dài đơn giản là không tồn tại. Hơn nữa, ngay cả khi lịch sử ủng hộ quan điểm này, chúng ta nên nhận ra (và ở một mức độ nào đó, hầu hết mọi người phải nhận ra) rằng tương lai sẽ không nhất thiết phải giống như quá khứ. Ví dụ, với các nhà đầu tư phấn chấn trước những thành công trong quá khứ trên thị trường chứng khoán, nó có thể là sự lan rộng của vấn đề đầu tư quá độ. Các công ty có thể đã ấp ủ quá nhiều kế hoạch đầy tham vọng và chi quá nhiều cho việc phát triển và quảng bá sản phẩm; do đó, họ có thể không làm tốt như đã từng trong quá khứ. Thực sự, thị trường diễn ra hiện tượng đầu tư quá độ vào những thập niên 1990 và 2000, và đây là một yếu tố chính trong suy thoái kinh tế thế giới bắt đầu từ năm 2001 và 2007.

Một số thay đổi công nghệ được quảng cáo rộng rãi cũng có thể là lý do cho sự lạc quan cho các doanh nghiệp bấy giờ, trong khi triển vọng thực tế của họ nhiều bất định. Công nghệ mới có thể làm giảm lợi thế của các công ty hiện hữu và khiến chúng bị thay thế bởi các công ty mới hơn.

Do đó, những thay đổi này có thể làm tăng, chứ không phải giảm đi, khả năng cổ phiếu sẽ hoạt động kém trong 30 năm tới.

Vì vậy, "thực tế" về tính ưu việt của cổ phiếu so với trái phiếu không phải là sự thực. Công chúng đã không học được một sự thật cơ bản. Thay vào đó, sự chú ý của họ đã rời xa một số sự thật cơ bản. Họ dường như không chú ý dù chỉ một sự thật cơ bản thực sự về cổ phiếu: rằng với quyền đòi phần còn lại (*residual claim*) từ dòng tiền của công ty, cổ tức chỉ đến tay các cổ đông sau khi những người khác đã được thanh toán. Cổ phiếu, do đó, theo định nghĩa rất sát sườn, là rất rủi ro. Các nhà đầu tư cũng đã mất dấu sự thật khác: rằng không ai có thể cam đoan rằng cổ phiếu sẽ hoạt động tốt. Và và cũng không có kế hoạch phúc lợi cho những người thua lỗ trên thị trường chứng khoán.

Chủ đề "cổ phiếu luôn vượt trội so với trái phiếu" trong văn hóa đầu tư

Đầu những năm 1990, tôi đã rất ấn tượng bởi sự quan sát phổ biến rằng cổ phiếu có lịch sử vượt trội so với trái phiếu, đến nỗi tôi quyết định cố gắng tìm hiểu mức độ phổ biến của quan sát này. Tôi đã hỏi như sau trong bảng khảo sát dành cho các nhà đầu tư tổ chức của Hoa Kỳ vào năm 1991:

Hãy xem xét lập luận sau đây:

"Trong vòng 65 năm qua, cổ phiếu đã kiếm được lợi nhuận cao hơn nhiều so với trái phiếu và không có giai đoạn 20 năm nào kể từ năm 1926 mà trái phiếu có hiệu suất vượt trội so với cổ phiếu. Do đó, bất cứ ai có ý định đầu tư trong khoảng thời gian từ 20 năm trở lên nên đầu tư chủ yếu vào cổ phiếu."

[Khoanh tròn một con số]

1. Tôi đồng ý với nhận định này.
2. Tôi không đồng ý với nhận định này.

Trong số 172 đáp viên, 84% chọn 1 và chỉ 16% chọn 2. Đây thực sự là đồng thuận rất chắc chắn cho một tuyên bố mạnh mẽ.

Từ ngữ trong câu không làm rõ mức độ thường xuyên mà đáp viên nghe thấy cổ phiếu luôn vượt trội so với trái phiếu. Để làm sáng tỏ điều này, vào mùa thu năm 1993, tôi đã hỏi các nhà đầu tư tổ chức một câu hỏi tương tự nhưng thay đổi cách dùng từ:

Hãy xem xét lập luận sau đây:

> "Không có giai đoạn 30 năm nào kể từ năm 1860, trong đó trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ vượt trội cổ phiếu." Bạn đã nghe về lập luận này hay chưa? (ngay cả khi một số chi tiết, ví dụ như 30 năm, có khác biệt)
>
> 1. Có, thường xuyên
> 2. Có, một hoặc hai lần
> 3. Không

Trong số 125 đáp viên, 52% đã chọn "Có, thường xuyên", 22% đã chọn "Có, một hoặc hai lần", và 26% đã chọn "Không." Tức, 74% cho biết họ nhớ đã từng nghe câu nói này. Rõ ràng những tuyên bố như thế là một phần trong văn hóa đầu tư của chúng ta.

Kiến thức về thành tích lịch sử dài hạn, kiến thức có từ năm 1924 và được ghi nhớ rõ ràng vào năm 1991 hoặc 1993, không thể chịu trách nhiệm trực tiếp về sự gia tăng đột ngột của giá cổ phiếu khi lên mức kỷ lục vào cuối những năm 1990. Kiến thức hiển hiện trước mắt các nhà đầu tư từ bấy lâu nay. Niềm tin của công chúng rằng bất kỳ sự suy thoái nào trên thị trường đều sẽ đảo ngược thực sự đã đạt được sức mạnh đáng kể trong những năm bùng nổ cuối thập niên 1990, nhưng sự tự tin này không xuất phát từ một tin tức bất ngờ về thành tích lịch sử. Như tôi đã lập luận, nó xuất phát từ những thứ như cơ chế phản hồi từ việc tăng giá trong quá khứ (thảo luận trong Chương 5), cuối cùng được thúc đẩy bởi các yếu tố xúc tác khác nhau (thảo luận trong Chương 4), chứ không phải khám phá bài học đột ngột từ dữ liệu lịch sử lâu dài.

Bài học về các quỹ tương hỗ, đa dạng hóa và nắm giữ dài hạn

James Glassman và Kevin Hassett, trong bộ đôi bài báo có ảnh hưởng đăng trên tờ Wall Street Journal vào năm 1998 và 1999, đã lập luận rằng,

"Các nhà đầu tư được giáo dục tốt hơn về chứng khoán, nhờ một phần lớn vào các quỹ tương hỗ và truyền thông. Họ đã học được cách nắm giữ trong dài hạn, xem giá giảm là tạm thời và là cơ hội mua thêm." Do đó, Glassman và Hassett kết luận rằng nhà đầu tư đã học được đa dạng hóa danh mục đầu tư không mạo hiểm, và cổ phiếu là khoản đầu tư giá trị hơn nhiều so với những gì ban đầu họ nghĩ. Vì vậy, các nhà đầu tư hiện giờ sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho cổ phiếu. Do nhu cầu này của các nhà đầu tư đối với cổ phiếu tăng lên, thị trường chứng khoán sẽ không ngừng duy trì ở mức cao hơn trong tương lai.

Glassman và Hassett đã tiếp nối các bài viết này vào năm 1999 với cuốn sách *Dow 36.000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, (tạm dịch: Dow 36.000: Chiến lược mới để thu lợi nhuận từ sự trỗi dậy sắp tới của thị trường chứng khoán). Trong đó, họ nhấn mạnh rằng các nhà đầu tư chưa học được rằng việc nắm giữ cổ phiếu đa dạng là phi rủi ro và sẽ tiếp tục đẩy giá cổ phiếu lên cao trong những năm tới khi các bài học thực sự được hiểu thấu đáo. Họ viết rằng "một cột mốc thời gian nhạy cảm cho chỉ số Dow đạt mốc 36.000 là đầu năm 2005, nhưng nó có thể đạt được sớm hơn nhiều." Bất kỳ độc giả nào tin điều này khi cuốn sách ra mắt năm 1999 sẽ phải kết luận rằng có một cơ hội kiếm được nhiều tiền từ năm 1999 đến 2005, hoặc thậm chí sớm hơn, bằng cách đầu tư vào cổ phiếu trong khi các nhà đầu tư lớn khác vẫn đang dần tìm hiểu về giá trị dài hạn thực sự của cổ phiếu. Mặc dù chủ đề phô trương của cuốn sách - rằng cổ phiếu không có rủi ro, đến mức chúng nên được coi là có thể hoán đổi với trái phiếu chính phủ - mấu chốt để cuốn sách bán chạy (như có thể thấy trong tiêu đề của nó) thực sự là nhận định một người có thể trở nên giàu có khi chuyển sang đầu tư cổ phiếu vào năm 1999, trong khi những người khác sau này mới biết được rằng cổ phiếu không có rủi ro.

Bây giờ chúng ta biết rằng Glassman và Hassett đã thực sự sai hoàn toàn trong dự báo của họ cho thị trường. Tuy nhiên, Glassman và Hassett đã đúng khi họ nói rằng mọi người đang xem xét lợi thế của các quỹ tương hỗ, đầu tư dài hạn và tin vào khái niệm rằng giá cổ phiếu giảm

là nhất thời. Nhưng người ta không nên suy diễn từ điều này rằng mọi người đã học xong hoặc đang trong quá trình tìm hiểu một số sự thật cần thiết. Chúng ta đã chứng kiến giá cổ phiếu giảm không phải là nhất thời, mà chúng có thể tồn tại trong nhiều thập kỷ, và do đó, ngay cả các nhà đầu tư dài hạn vẫn sẽ gặp rủi ro trong đầu tư thị trường chứng khoán. Cũng có lý do để tin rằng phần lớn sự nhiệt tình đối với các quỹ tương hỗ là một loại mốt không đến từ bất kỳ bài học thực sự nào của nhà đầu tư.

Các nhà đầu tư thể hiện sự quan tâm lớn trong việc lựa chọn quỹ tương hỗ phù hợp, và mối quan tâm của họ đối với các quỹ tương hỗ thường chuyển đổi từ quỹ này sang quỹ khác. Để đáp ứng sự quan tâm của các nhà đầu tư ngày càng tăng, ngành công nghiệp quỹ tương hỗ đã tạo ra hàng ngàn quỹ mới, với sự tăng sinh tương ứng của quảng cáo và thư mời gọi. Tuy nhiên, các nghiên cứu về hiệu suất quỹ tương hỗ đã phát hiện ra rằng mặc dù tồn tại một số xu hướng duy trì thành tích tốt ở các quỹ tương hỗ, xu hướng này rất yếu và ngắn hạn. Mọi người dường như tin rằng nghiền ngẫm bảng xếp hạng về hiệu suất quỹ tương hỗ là hành động thông minh và liên tục chuyển các khoản đầu tư của họ sang quỹ xếp hạng hàng đầu trong hiện tại, nhưng thực tế họ kiếm được tương đối ít khi làm như vậy.

Để đánh giá cảm giác của các nhà đầu tư khi họ tin rằng có thể kiếm tiền trên thị trường chứng khoán và vai trò của các quỹ tương hỗ trong quá trình này, tôi đã đưa vào bảng khảo sát năm 1996 dành cho trên các nhà đầu tư cá nhân một chuỗi các câu hỏi về mức độ tin cậy của họ đối với cả đầu tư nói chung và đầu tư vào các quỹ tương hỗ nói riêng. Các câu hỏi, cùng với tỉ lệ phần trăm trả lời và số lượng n đáp viên cho mỗi câu trả lời, như sau:

> Cố gắng dự báo thị trường chứng khoán để thoát ra trước khi nó đi xuống và nhảy vào trước khi nó đi lên, là:
>
> 1. Hành động thông minh; tôi có thể mong đợi thành công một cách hợp lý. 11%
>
> 2. Không phải là thông minh; tôi không thể mong đợi thành công một cách hợp lý. 83%

3. Không có ý kiến. 5%

[n = 131]

Cố gắng chọn các cổ phiếu riêng lẻ, cố gắng dự đoán, ví dụ cổ phiếu Ford Motor hoặc cổ phiếu IBM có tăng không và khi nào, là:

1. Hành động thông minh; tôi có thể mong đợi thành công một cách hợp lý. 40%

2. Không phải là thông minh; tôi không thể mong đợi thành công một cách hợp lý. 51%

3. Không có ý kiến. 8%

[n = 131]

Cố gắng chọn quỹ tương hỗ, cố gắng tìm kiếm quỹ nào có các chuyên gia có thể chọn được các cổ phiếu tăng giá, là:

1. Hành động thông minh; tôi có thể mong đợi thành công một cách hợp lý. 50%

2. Không phải là thông minh; tôi không thể mong đợi thành công một cách hợp lý. 27%

3. Không có ý kiến. 23%

[n = 131]

Từ những kết quả này, chúng ta thấy rằng mọi người tin tưởng hết mức vào hiệu quả của toàn bộ thị trường và do đó đã từ bỏ việc dự báo thị trường; nhưng họ thường nghĩ rằng họ vẫn có thể chọn các cổ phiếu riêng lẻ và (đặc biệt) các quỹ tương hỗ. Chỉ 27% nói rằng cố gắng chọn các quỹ tương hỗ có thành tích tốt không phải là việc làm thông minh, 51% cũng cho là như vậy đối với việc cố gắng chọn cổ phiếu riêng lẻ và 83% nói rằng cố gắng dự báo thị trường không phải là điều thông minh.

Nếu một người thực sự tin vào thị trường hiệu quả, thì người ấy sẽ trả lời "không phải là hành động thông minh" cho toàn bộ những câu hỏi này. Nếu giá cổ phiếu là một bước đi ngẫu nhiên, cũng không thể chọn thời gian để tham gia thị trường, người ta không thể chọn cổ phiếu riêng

lẻ và không thể chọn người nào khác thay họ chọn cổ phiếu.

Vì chỉ có bằng chứng khiêm tốn cho thấy trên thực tế người ta có thể thành công trong việc chọn các quỹ tương hỗ, nên những gì các nhà đầu tư đã "học hỏi" ít được hỗ trợ trên thực tế. Và trong mọi trường hợp, có phải chọn người quản lý quỹ tương hỗ có dễ dàng hơn người quản lý của các công ty riêng lẻ?

Người ta thường nói rằng mọi người đã biết về tầm quan trọng của đa dạng hóa danh mục đầu tư và đang sử dụng các quỹ tương hỗ để đạt được điều này. Nếu các quỹ được quản lý tốt với phí quản lý thấp, lập luận này có ý nghĩa. Nhưng nhiều quỹ tính phí cao đến mức nhà đầu tư có thể tạo danh mục đa dạng hóa với thành tích tốt hơn, nếu đa dạng hóa là động lực đầu tư chính. Ngoài ra, khi họ đầu tư bên ngoài với môi trường miễn thuế, bằng cách nắm giữ cổ phiếu trực tiếp, nhà đầu tư có thể tránh được thuế lãi vốn đối với khoản lãi mà các nhà quản lý quỹ tương hỗ ghi nhận khi họ bán cổ phiếu trong danh mục đầu tư của quỹ, một vấn đề quan trọng với các quỹ có doanh thu cao hơn. Thay vào đó, vì mục đích thuế, các nhà đầu tư có thể thực hiện các khoản lỗ trên các cổ phiếu đi xuống. Các quỹ tương hỗ rõ ràng có những hạn chế của họ.

Học và gạt bỏ điều đã học

Công chúng được cho là đã học được rằng cổ phiếu luôn tăng trở lại ngay sau khi chúng đi xuống. Chúng ta đã thấy bằng chứng rằng mọi người phần lớn suy nghĩ thế này, nhưng họ đã nhận định sai sự thật. Cổ phiếu có thể đi xuống và ở lại đó trong nhiều năm. Nó có thể trở nên quá đắt và hoạt động kém trong thời gian dài.

Công chúng được cho là đã học được rằng cổ phiếu phải luôn vượt trội so với các khoản đầu tư khác, chẳng hạn như trái phiếu, trong thời gian dài và vì vậy các nhà đầu tư dài hạn vào chứng khoán sẽ luôn làm tốt hơn. Chúng ta đã thấy bằng chứng rằng mọi người phần lớn nghĩ thế này. Nhưng một lần nữa họ đã nhận định sai sự thật. Các cổ phiếu không phải lúc nào cũng vượt trội so với các khoản đầu tư khác trong khoảng thời gian dài hàng thập kỷ và chắc chắn không có lý do gì để nghĩ rằng chúng phải như thế trong tương lai.

Và công chúng được cho là đã học được bài học về sự khôn ngoan của việc đầu tư vào cổ phiếu thông qua các quỹ tương hỗ có đội ngũ quản lý với lịch sử giao dịch được chứng minh. Chúng ta thấy rằng mọi người phần lớn nghĩ điều này, và một lần nữa họ đã sai. Chọn các quỹ tương hỗ có thành tích tốt đem lại lợi ích nhỏ hơn nhiều so với những gì các nhà đầu tư tưởng tượng.

Khi kiến thức thu nhận là sai, không thể gọi đó là học tập. Chúng ta đã thấy trong Hình 5.1 rằng các sự kiện thị trường liên quan đến cuộc khủng hoảng tài chính giai đoạn 2007-2009 khiến các nhà đầu tư phải gạt bỏ điều họ học được rằng cổ phiếu là "khoản đầu tư tốt nhất". Khi định giá cao xuất hiện trở lại trong các đỉnh tiếp theo, họ sẽ học lại "thực tế" này một lần nữa. Phần lớn điều này hoàn toàn không phải học, mà là quá trình đánh giá lại các ý tưởng trực quan về tương lai dựa trên kinh nghiệm mới xảy ra, như một phần của phản hồi bong bóng.

Quá trình "học" tương tự của các nhà đầu tư dường như cũng tạo mối liên quan với các thị trường khác ngoài thị trường chứng khoán. Mọi người đã dành giai đoạn sau sụp đổ thị trường năm 2001 để "học hỏi" rằng các khoản đầu tư vào nhà đất thực sự không có rủi ro, rằng "nhà đất" là khoản đầu tư tốt nhất, như chúng ta đã thấy trong Hình 5.2. Nhận thức mà công chúng vừa học được đã ủng hộ cho việc tăng giá dữ dội của thị trường bằng cách khuyến khích niềm tin rằng các dữ kiện có thể là vĩnh viễn.

Cảm giác rằng tất cả chúng ta đột nhiên học được những dữ kiện quan trọng và đi đến một sự khai sáng mới đã xuất hiện rất nhiều lần trong lịch sử, đến nỗi nó có thể được coi là một thành phần có thể dự đoán được của lạc quan tếu. Chúng ta phải xem xét cách đối phó với sự thay đổi trong suy nghĩ đã khiến mọi người nghĩ rằng chúng ta đã bước vào một sự khai sáng mới. Vì thông qua tác động của trạng thái mới lên giá cả thị trường, chúng ảnh hưởng đến tất cả cuộc sống của chúng ta.

Chúng ta phải xem xét bản thân dưới góc độ cá thể và cả xã hội trước vấn đề nên làm để bù đắp một số ảnh hưởng xấu của sự phấn khích. Hãy cùng chuyển sang điều này trong chương cuối. •

PHẦN NĂM

LỜI KÊU GỌI HÀNH ĐỘNG

CHƯƠNG 13

BIẾN ĐỘNG ĐẦU CƠ TRONG MỘT XÃ HỘI TỰ DO

Định giá cao mà Hoa Kỳ và các thị trường chứng khoán khác đạt được tại đỉnh năm 2000, rồi mức định giá tương đối cao tái hiện vào năm 2007 và một lần nữa vào năm 2014, tất cả xuất hiện không vì một lý do chính đáng nào. Những định giá cao mà giá nhà đạt đến ở nhiều thị trường vào những năm đầu thế kỷ 21, rồi đạt đỉnh vào khoảng năm 2006, và sau đó một lần nữa ở nhiều quốc gia sau cuộc khủng hoảng tài chính, cũng xuất hiện không vì một lý do nào tốt hơn.

Không như nhiều người vẫn tưởng, các mức cao của thị trường chứng khoán không đại diện cho sự đánh giá đồng thuận của các chuyên gia sau khi cân nhắc cẩn thận các bằng chứng dài hạn. Thị trường đã tăng cao do ảnh hưởng cộng gộp của suy nghĩ thờ ơ từ hàng triệu người, rất ít trong số họ cảm thấy cần phải nghiên cứu cẩn thận về giá trị đầu tư dài hạn. Thay vào đó, họ được thúc đẩy bởi cảm xúc, sự quan tâm ngẫu nhiên của mình, và nhận thức ở mức độ khôn ngoan thông thường (*hay conventional wisdom, thuật ngữ dùng để chỉ những quan niệm hoặc cách giải thích được phần đông dân chúng cho là đúng và hợp lý - chú thích của người dịch*). Hành vi quá bản năng của họ đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi các phương tiện truyền thông quan tâm đến việc thu hút người xem hoặc độc giả, do đó hạn chế khuyến khích người xem hoặc độc giả đi vào nề nếp kỷ luật bằng các loại phân tích định lượng có thể mang lại cho họ ấn tượng chính xác về giá trị cơ bản.

Không như nhiều người vẫn tưởng, các mức giá của thị trường nhà ở mà chúng ta thấy ở đỉnh 2006, không chỉ là kết quả của các yếu tố cơ

bản ảnh hưởng đến cung cầu nhà ở hợp lý. Tất nhiên, giá nhà được thiết lập bởi các lực cung và cầu, như người mua nhà thường nói. Giá phải lột tả thị trường. Nhưng các yếu tố ảnh hưởng đến cung và cầu bao gồm rất nhiều yếu tố xã hội và cảm xúc, đặc biệt là sự chú ý đến việc tăng giá, ấn tượng của công chúng rằng các chuyên gia biết xu hướng giá tăng sẽ tiếp tục và thiên về niềm tin giá tiếp tục tăng. Những yếu tố này sẽ chuyển mình cùng văn hóa thay đổi của chúng ta.

Hiểu các lực xã hội gây ra các biến động thị trường đầu cơ như thế nào là chủ đề chính của cuốn sách này. Hầu hết chúng ta rất khó phân biệt biến động nào được gây ra bởi lý do chính đáng và ý kiến chuyên gia, biến động nào là do trí tưởng tượng của con người và tâm lý xã hội. Tôi hy vọng rằng các lập luận cho đến thời điểm này đã cho thấy rõ rằng, khi các thị trường lớn dịch chuyển, thường là do các yếu tố nêu sau thúc đẩy thị trường.

Trong cả thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất, mọi người chỉ có ý tưởng mờ nhạt nhất về giá trị thực của những khoản đầu tư này và giá của chúng nên là bao nhiêu. Họ có thể đánh giá liệu một cổ phiếu có được định giá quá cao so với một cổ phiếu khác hay liệu một căn nhà có được định giá quá cao so với một căn nhà khác, nhưng họ không biết cách định giá mức giá chung. Điều nổi bật hơn trong tâm trí của họ là tốc độ tăng giá, điều mà họ nói và nghe rất nhiều trong thời điểm giá thay đổi nhanh chóng, và điều đó có tác động tinh tế đến nhu cầu của họ đối với tài sản đầu cơ.

Khi giá tăng trong thời gian bong bóng diễn ra theo thời gian, mọi người liên tục đánh giá lại ý kiến của họ. Những người nghĩ đấy là bong bóng và cho rằng mức định giá quá cao, đặt câu hỏi về những đánh giá trước đó của bản thân và bắt đầu tự hỏi liệu các yếu tố cơ bản có thực sự thúc đẩy tăng giá hay không. Trong khi, nhiều người dường như nghĩ rằng nếu việc tăng giá diễn ra trong nhiều năm sau khi một số chuyên gia gọi việc tăng giá là bong bóng, có lẽ các chuyên gia đã sai. Và sau đó họ cảm thấy rằng không có cách nghĩ nào khác ngoài lối tư duy rằng những

yếu tố cơ bản đang thúc đẩy sự tăng giá, và những yếu tố cơ bản này sẽ tiếp diễn mãi mãi. Đây là những giai đoạn mà các cá nhân nhìn biến động thị trường này thông qua các cá nhân khác ở những thời điểm khác.

Lý thuyết phản hồi việc tăng giá kích thích các nhà đầu tư và khiến họ thúc đẩy giá tăng nhiều hơn, luôn luôn xuất hiện trong tâm trí của một số người, và hầu hết mọi người ít nhất đã nghe loáng thoáng về ý tưởng này, nhưng chúng ta nhận thấy rằng sự chú ý của công chúng đối với lý thuyết này nhìn chung là khá yếu. Lý thuyết phản hồi đứng lờ mờ ở hậu trường như thể như một loại văn hóa dân gian. Có những bài báo thường xuyên làm sống lại lý thuyết này, nhưng chúng không thuyết phục được hầu hết mọi người. Mọi người dường như được trấn an bởi những "sự thật" ước đoán được trích dẫn rộng khắp rằng chưa bao giờ có khoảng thời gian 30 năm nào mà giá cổ phiếu kém hơn trái phiếu, hay chưa bao giờ có sự sụt giảm lớn về giá nhà mà lại không nhanh chóng đảo ngược. Những điều-nghe-như-thật này là một phần của tâm lý dẫn dắt bong bóng, ít nhất là trong một khoảng thời gian. Trong quá khứ, tâm lý này đã gây ra sự tăng giá mạnh mẽ và không bền vững, và nó có thể sẽ tiếp tục như vậy trong tương lai.

Khi giá ngừng tăng trong một thời gian dài, có một sự bất mãn tăng dần với quan điểm này. Sự gia tăng bất mãn đó có thể khiến thị trường trì trệ hoặc suy giảm ngay cả khi các yếu tố cơ bản đang gia tăng. Thị trường có thể gây thất vọng trong nhiều năm hoặc thậm chí nhiều thập kỷ, khi các động lực hậu bong bóng dần dần phát huy.

Khi tôi viết quyển sách này vào năm 2014, chúng ta đang trải qua một giai đoạn bùng nổ thị trường chứng khoán khác ở Hoa Kỳ. Và sẽ rất hợp lý khi theo sau đợt bùng nổ này là một sự điều chỉnh giảm khác, mặc dù không có cách nào để chắc chắn về điều này. Bằng chứng lịch sử cho thấy giá thị trường chứng khoán cũng có thể tăng lên nhiều hơn nữa.

Sau cuộc khủng hoảng tài chính, nay chúng ta có các cơ quan chính phủ để đối phó với rủi ro hệ thống, như Ủy ban Ổn định Tài chính do các quốc gia G-20 thành lập vào năm 2009, Hội đồng Giám sát Ổn định Tài

chính do Đạo luật cải cách và bảo vệ người tiêu dùng của phố Wall Dodd-Frank thành lập tại Hoa Kỳ vào năm 2010, và Ủy ban Rủi ro Hệ thống Châu Âu do Nghị viện Châu Âu thành lập năm 2010. Tuy nhiên, các vấn đề do bong bóng mới và các cuộc khủng hoảng tài chính tiềm tàng không được tự động giải quyết bởi các cơ quan mới này. Các vấn đề vốn nan giải. Có thể thấy các tổ chức quan liêu khó mà thu đủ dũng khí và niềm tin để đối phó với chúng. Thật vậy, ngay cả trước cuộc khủng hoảng gần đây, mỗi quốc gia lớn trên thế giới đều có một ngân hàng trung ương với chức năng thường bao gồm một số hình thức chỉ thị bình ổn, nhưng họ không ngăn được khủng hoảng xảy ra.

Khi thấy bất kỳ sự kiện bong bóng nào xảy ra, chúng ta nên làm gì với nó? Theo dõi bong bóng trên thị trường chứng khoán, thị trường nhà đất, thị trường dầu mỏ, hoặc bất kỳ thị trường đầu cơ nào cũng giống như xem phim chiếu chậm của tai nạn ô tô. Đôi khi, ta dường như không thể làm gì được. Nhưng thực ra, có khá nhiều thứ để làm.

Một sai lầm nghiêm trọng của các nhân vật của công chúng là thỏa hiệp với những thăng trầm của việc định giá thị trường, giữ im lặng về những tác động của định giá và nhường lại đất bình luận cho các nhà phân tích thị trường, những người chuyên làm một việc hầu như bất khả thi là dự báo thị trường ngắn hạn và chính những người này có thể chia sẻ lợi ích nhóm với các ngân hàng đầu tư, đại lý môi giới, chủ thầu hoặc nhà môi giới nhà đất.

Một số người nghĩ rằng các chuyên gia không nên nói về khả năng thị trường đầu cơ bị định giá quá cao hoặc quá thấp, hoặc cố gắng dự đoán thị trường, vì họ không thể đưa ra dự đoán đáng tin cậy. Nhưng đối với chính lý thuyết thị trường hiệu quả, hành động điên rồ như thế lại có hiệu lực, phụ thuộc vào tổng hợp những phản ứng của các nhà đầu tư với ý kiến dựa trên lý lẽ hợp lý, và ý kiến đó phải được công khai để nhiều người trong số họ nghe thấy. Thật vậy, chính sự điên rồ này có lẽ đã góp phần vào việc định giá quá cao các thị trường vào cuối giai đoạn bùng nổ Thiên niên kỷ, khi thuyết thị trường hiệu quả đang ở mức cao nhất từ trước đến nay.

Việc định giá thị trường là một vấn đề quan trọng của quốc gia, mà thực sự cũng là vấn đề quốc tế. Tất cả các kế hoạch tương lai của chúng ta, với tư cách cá nhân và xã hội, xoay quanh tài sản dự tính của chúng ta và các kế hoạch có thể lung lay nếu ngày mai phần lớn của cải đó bốc hơi đi mất. Xu hướng bong bóng đầu cơ phát triển và sau đó hợp đồng có thể tạo ra sự phân phối của cải bất bình đẳng. Nó thậm chí có thể khiến nhiều người trong chúng ta đôi khi đặt câu hỏi về khả năng tồn tại của các tổ chức tư bản và thị trường tự do, như nhiều người đã nghĩ đến, hậu khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2007-2009, sau đó được thể hiện bằng phong trào "Chiếm giữ Phố Wall" năm 2011-2012 và các biến thể của chúng. Chính vì những lý do đó mà chúng ta phải hiểu rõ triển vọng của những đợt thắt chặt như vậy và theo đó cá nhân và chính sách quốc gia nên làm gì.

Rắc rối với việc thực thi sức mạnh của chân lý bởi những người có sức ảnh hưởng dư luận là, mặc dù các quan điểm cho rằng bị định giá quá cao hoặc quá thấp có thể trở nên phổ biến giữa một số chuyên gia, những quan điểm như vậy không bao giờ trở thành quan điểm chung của toàn dân. Những người nổi tiếng đưa ra góc nhìn dựa trên quan điểm cá nhân: một phán đoán theo trực giác về các yếu tố cơ bản và tâm lý thị trường, một phán đoán rất khó chứng minh mà họ hẳn cảm thấy đó là một hành động can đảm khi đưa ra tuyên bố như vậy ngay từ đầu.

Tất nhiên các nhân vật của công chúng có nguy cơ đáng kể sẽ bị bẽ mặt nếu họ từng phát biểu trên truyền thông rằng lợi nhuận của thị trường chứng khoán hoặc thị trường nhà đất có thể thấp hoặc âm trong những năm tới. Trong cuốn sách này, chúng ta đã thấy rằng mặc dù các thị trường dường như có khả năng dự báo dài hạn đáng kể khi nào định giá quá cao hoặc quá thấp, luôn có sự không chắc chắn khá lớn về triển vọng của chúng. Nhưng nhà quan sát vẫn im lặng trước niềm tin vào thị trường và thái độ cả tin với lợi nhuận tương lai của công chúng bởi vì anh ta hoặc cô ta có thể sai về triển vọng. Nhà quan sát cũng không khá hơn một bác sĩ khi chẩn đoán huyết áp cao ở bệnh nhân nhưng không nói gì vì anh ta nghĩ rằng bệnh nhân có thể gặp may mắn và không bị ảnh hưởng xấu của bệnh.

Chính sách tiền tệ nên nhẹ nhàng nương theo bong bóng

Đã có những lần chính sách thắt chặt tiền tệ có liên quan đến sự bùng nổ của bong bóng thị trường chứng khoán. Ví dụ, vào ngày 14 tháng 2 năm 1929, Cục Dự trữ Liên bang đã tăng tỉ lệ tái chiết khấu từ 5% lên 6% cho mục đích thu thập thông tin để kiểm tra đầu cơ. Đầu những năm 1930, Fed tiếp tục chính sách thắt chặt tiền tệ và chứng kiến sự suy thoái của thị trường chứng khoán ban đầu tiến triển thành sự suy giảm sâu nhất của thị trường chứng khoán, và suy thoái kinh tế tiến triển thành suy thoái trầm trọng nhất ở Hoa Kỳ.

Tại Nhật Bản, vào thời kỳ đỉnh cao của thị trường chứng khoán Nhật Bản từ tháng 5 năm 1989 đến tháng 8 năm 1990, Ngân hàng Nhật Bản đã tăng tỉ lệ chiết khấu từ 2,5% lên 6%, dường như để ổn định thị trường tài chính (được cho là bị định giá cao vì chính sách tiền tệ dễ dàng) và cũng để ổn định đồng yên. Thật khó để bác bỏ khả năng hành động này của ngân hàng đã đóng một số vai trò trong sự sụp đổ của thị trường chứng khoán và suy thoái nghiêm trọng xảy ra sau đó.

Mặc dù các mối quan hệ nhân quả rất khó tháo gỡ ngay cả trong các giai đoạn đầy kịch tính này, một điều chúng ta biết về chính sách lãi suất là nó ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế theo cách nền tảng chứ không tập trung hoàn toàn vào bong bóng đầu cơ như dụng ý điều chỉnh ban đầu. Đó là liệu trình chiếu xạ toàn thân, không phải là phẫu thuật bằng dao laser. Hơn nữa, sự hình thành bong bóng đầu cơ là một tiến trình dài, chậm, liên quan đến những thay đổi dần dần trong suy nghĩ của mọi người. Những thay đổi nhỏ về lãi suất sẽ không có bất kỳ tác động có thể dự đoán nào đối với suy nghĩ như vậy, còn thay đổi lớn thì có thể, nhưng chúng có khả năng gây ra tác động tàn phá đối với toàn bộ nền kinh tế.

Châm ngòi của cuộc Đại suy thoái những năm 1930 trên thực tế là do nỗ lực của các cơ quan tiền tệ nhằm ổn định thị trường đầu cơ thông qua các chính sách lãi suất, mặc dù thị trường mà họ tập trung vào hầu hết không phải là thị trường chứng khoán mà là thị trường tiền tệ. Các quốc gia cố gắng bảo tồn sự ổn định hệ thống tỷ giá hối đoái, được thể hiện bằng bản vị vàng (*chế độ tiền tệ mà phương tiện tính toán kinh tế tiêu*

chuẩn được ấn định bằng hàm lượng vàng - chú thích của người dịch), đã chống lại các cuộc tấn công. Các quốc gia từ bỏ sớm nhất và từ bỏ nỗ lực bảo vệ tiền tệ của họ là những quốc gia thoát khỏi suy thoái sớm nhất.

Việc tăng lãi suất nhỏ nhưng mang tính biểu tượng của các cơ quan tiền tệ tại thời điểm mà người ta cho rằng thị trường bị định giá cao là một bước hữu ích, nếu mức tăng đi kèm với tuyên bố công khai thì nó mang mục đích ngăn chặn đầu cơ. Nhưng các nhà chức trách nhìn chung không nên cố gắng làm vỡ bong bóng thông qua việc thắt chặt chính sách tiền tệ.

Tại thời điểm quyển sách này, vào năm 2014, các ngân hàng trung ương thấy mình đang rơi vào tình huống tiến thoái lưỡng nan. Sau cuộc khủng hoảng tài chính, nền kinh tế ở nhiều nơi vẫn còn yếu, kêu gọi lãi suất thấp và nhiều tác nhân kích thích hơn. Tuy nhiên, những mức lãi suất thấp này có thể tiếp tục hỗ trợ định giá cao quá mức ở những thị trường này. Tình huống khó xử như vậy chắc chắn sẽ xảy ra một lần nữa trong tương lai.

Những người có sức ảnh hưởng nên đưa ra các ý kiến ổn định

Một cách thức lâu đời khác để kiềm chế đầu cơ trên thị trường tài chính là những người có sức ảnh hưởng cố gắng kêu gọi sự chú ý của công chúng để khắc phục sai lầm khi chúng xảy ra. Phương pháp này hoàn toàn bằng lời nói mà không yêu cầu chính sách tiền tệ, tài khóa mở rộng hoặc thu hẹp. Cách tiếp cận này đã được sử dụng nhiều lần trong lịch sử thị trường tài chính của chúng ta, mặc dù với mức độ thành công không phải lúc nào cũng ấn tượng.

Trong vụ sụp đổ thị trường chứng khoán vào năm 1907, trùng khớp với cơn đột biến rút tiền gửi hồi tháng 10, các nhà lãnh đạo tài chính quốc gia đã đưa ra những tuyên bố công khai bày tỏ sự tin tưởng của họ vào thị trường và tuyên bố rằng họ sẽ mạo hiểm sự giàu có của mình. John D. Rockefeller đã nói, "Cá nhân tôi hoàn toàn tin tưởng vào tương lai của giá trị chứng khoán của chúng ta và sự vững chắc của các điều kiện cơ bản."

Ông và J. P. Morgan lập một nhóm các chủ ngân hàng để cho vay tiền với mục đích hỗ trợ ngân hàng. Vào thứ Năm Đen tối, ngày 24 tháng 10 năm 1929, năm trong số các chủ ngân hàng có ảnh hưởng nhất của đất nước đã gặp nhau tại công ty của J.P. Morgan và đưa ra một tuyên bố rằng họ tin "các yếu tố nền tảng của thị trường vẫn ổn." Mặc dù không công bố bất kỳ kế hoạch mua cổ phiếu nào, tuyên bố của họ đã được hiểu là họ có ý định làm thế. Nỗ lực ổn định thị trường này đã không thành công. Vụ sụp đổ thị trường chứng khoán ngày 28-29 tháng 10 năm 1929, xảy ra chỉ vài ngày sau đó.

Trên đường tới cả ba đỉnh thị trường chính xác định ở đây đều nằm sau mốc thành lập của Cục Dự trữ Liên bang - đó là các đỉnh 1929, 1966 và 2000 - người đứng đầu Hệ thống Dự trữ Liên bang đã đưa ra cảnh báo rằng thị trường chứng khoán đã bị định giá quá cao. Việc tăng lãi suất năm 1929, như thảo luận trước đó, đã được công bố là nhằm chống lại đầu cơ. Đỉnh cao năm 1966 của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trùng khớp với tuyên bố của Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang William McChesney Martin vào năm 1965 rằng ông đã tìm thấy "những điểm tương đồng đáng ngại" giữa nền kinh tế thời bấy giờ và nền kinh tế trong thập niên 1920 trước cuộc Đại khủng hoảng. Một trong những điểm tương đồng ông liệt kê là niềm tin lan truyền trong cộng đồng rằng "một kỷ nguyên kinh tế mới" đã bắt đầu. Một tuyên bố cảnh báo chống lại định giá cao của thị trường chứng khoán của Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang đã không tái xuất hiện cho đến khi bài phát biểu về sự lạc quan phi lý của Alan Greenspan vào tháng 12 năm 1996, cũng là lúc bắt đầu các mức rất cao của thị trường. Có vẻ như Chủ tịch Fed bảo lưu các tuyên bố công khai về giá cả thị trường cho các giai đoạn định giá cực kỳ sai lầm. Không có cách nào để đánh giá sự thành công của những tuyên bố hiếm hoi như vậy trong việc làm dịu thị trường và ngược lại chúng ta cũng không biết chúng sẽ biến động như thế nào.

Có lẽ các hành động như vậy của các cơ quan tiền tệ có một vai trò nào đó, dù đó chỉ là một vai trò nhỏ. Nếu họ thực sự không vụ lợi trong

tuyên bố của mình và được coi là những nhà lãnh đạo đạo đức đích thực, những tuyên bố của họ sẽ có tác dụng nhỏ giúp ổn định thị trường.

Các tổ chức nên khuyến khích giao dịch mang tính xây dựng

Một phương pháp thường được thử để giảm sự biến động của thị trường là đóng cửa thị trường trong thời điểm giá thay đổi nhanh chóng. Các "thiết bị ngắt mạch" được chấp nhận bởi sàn giao dịch chứng khoán là ví dụ cho lối tiếp cận này. Theo Quy tắc 80B của Sàn giao dịch chứng khoán New York, bất cứ khi nào chỉ số giảm Dow 7% so với mức đóng cửa hàng ngày trước 3 giờ 25 phút chiều ngày trước đó, thị trường sẽ ngừng hoạt động trong mười lăm phút; giảm 13% trước 3 giờ 25 phút chiều, thị trường ngừng hoạt động trong 15 phút nữa; giảm 20% vào bất cứ lúc nào trong ngày, thị trường ngừng hoạt động suốt thời gian còn lại trong ngày. Việc đóng cửa thị trường như vậy có thể có tác dụng giúp các nhà đầu tư có cơ hội thư giãn, cho phép họ tìm thời gian để tự nghiền ngẫm, và nhờ đó nhận diện được sự hoảng loạn đang lớn dần lên. Nhưng không có bằng chứng rõ ràng rằng những khoảng thời gian đóng cửa tương đối ngắn này có tác động trong việc kiềm chế thay đổi giá một ngày hay không. Rốt cuộc, hai vụ sụp đổ thị trường chứng khoán lớn nhất trong lịch sử, vào tháng 10 năm 1929 và tháng 10 năm 1987, xảy ra vào thứ Hai, sau sự sụt giảm giá lớn của ngày giao dịch trước đó đã bị gián đoạn bởi cả hai ngày cuối tuần.

Những thiết bị ngắt mạch này không trực tiếp giải quyết các biến động giá dài hạn - các biến động đã diễn ra trong nhiều năm qua - đại diện cho sự thay đổi giá cổ phiếu rất lớn. Điều hợp lý là bằng cách che mắt công chúng khỏi sự thay đổi giá ngắn hạn lớn, chúng ta có thể điều hướng công chúng trước sự phản ứng thái quá với thay đổi giá, và do đó ngăn chặn sự hình thành của một xu hướng giá dài hạn do phản ứng với ký ức sống động của thay đổi giá trong ngày thực sự lớn. Thay đổi giá trong ngày kịch tính là nam châm thu hút sự chú ý, và cung cấp cho truyền thông rất nhiều câu chuyện cường điệu hóa, và những câu chuyện

này được công chúng ghi nhớ rất lâu sau đó, đặc biệt nếu nó lập được một số loại kỷ lục. Tuy nhiên, chúng ta thực sự có rất ít thông tin về tác động của chính sách đóng cửa thị trường trong thời gian ngắn đối với thay đổi giá dài hạn. Điều gì sẽ xảy ra nếu một sự thay đổi giá đặc biệt lớn được chính thị trường tự điều chỉnh ngay sau đó, như sự thay đổi giá tháng 10 năm 1987? Có lẽ trải nghiệm của công chúng khi nhìn thấy một vụ sụp đổ theo sau đó là sự điều chỉnh sẽ tạo ổn định nhiều hơn so với trải nghiệm của một sự cố tiềm ẩn được che mắt bằng việc đóng cửa thị trường.

Một ví dụ khác về sự kiềm chế giao dịch có chủ ý để ngăn chặn bong bóng và sự bùng nổ của chúng là các quy tắc liên quan đến việc bán khống. Nếu bán khống được cho phép, nó sẽ giúp những người có ý kiến tiêu cực được bộc lộ quan điểm của mình trên thị trường, do đó có lẽ giúp ngăn chặn bong bóng hình thành, nhưng các nhà đầu tư đó cũng có thể đẩy nhanh tốc độ sụp đổ của bong bóng khi cố gắng bán khống trong một thị trường giảm. Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ từ lâu đã yêu cầu các sàn giao dịch rằng bán khống chỉ được phép giao dịch theo quy tắc đánh dấu cộng (*uptick rule*), yêu cầu mọi giao dịch bán khống phải được thực hiện ở một mức giá cao hơn giá của phiên giao dịch trước đó. Quy tắc cộng lên ở Hoa Kỳ đã bị xóa bỏ vào năm 2007, trước thềm cuộc khủng hoảng tài chính, sau đó được khôi phục một phần vào năm 2010. Các quốc gia khác cũng có lịch sử phức tạp về tính hợp pháp của việc bán khống. Chúng ta đã lưu ý rằng một số quốc gia áp đặt các hạn chế bán khống tạm thời đối với chứng khoán trong năm 2008 và 2009 để cố gắng cứu vãn sự sụt giảm trên thị trường chứng khoán của họ. Trung Quốc hoàn toàn không cho phép bán khống, khiến thị trường chứng khoán của nước này đặc biệt dễ bị tổn thương bởi bong bóng chớm nở, cho đến khi một số loại bán khống bắt đầu được cho phép vào năm 2010.

Vì lợi ích của sự ổn định kinh tế lâu dài, có thể ảnh hưởng ổn định nhất đến thị trường là mở rộng chúng để cho phép càng nhiều người giao dịch càng thường xuyên càng tốt. Điều này sẽ trải rộng rủi ro giao dịch cho cả thị trường.

Biết rằng bong bóng đầu cơ bị ảnh hưởng nặng nề bởi hiệu ứng truyền khẩu, bởi các giá trị và thông tin cảm nhận tại địa phương và bởi cảm giác yêu nước, các nhà đầu tư nước ngoài thường ít đi cùng với bong bóng hơn các nhà đầu tư trong nước và thậm chí họ có thể giao dịch theo xu hướng bù đắp nó. Ví dụ, vào năm 1989, khi chỉ số Nikkei của Nhật Bản đạt mức cao nhất, các cuộc điều tra bằng bảng khảo sát của chúng tôi cho thấy nhà đầu tư tổ chức trung bình của Nhật Bản dự kiến Nikkei tăng 9,5% vào năm tiếp theo, trong khi các nhà đầu tư tổ chức Hoa Kỳ dự kiến Nikkei giảm 7,7%. Việc sinh sống tại Nhật khuyến khích một cảm giác rất khác về thị trường. Nếu các nhà đầu tư Hoa Kỳ, hoặc các nhà đầu tư nước ngoài khác, chiếm ưu thế hơn tại các thị trường Nhật Bản, thì việc định giá quá cao thị trường chứng khoán Nhật Bản có thể đã không bao giờ xảy ra. Như vậy, nói chung, việc mở rộng thị trường bằng cách khuyến khích sự tham gia của dòng tiền nước ngoài thường sẽ có tác dụng trung bình hóa những kỳ vọng khác nhau và khiến giá thị trường ổn định hơn.

Chúng ta không nên cho rằng chính sách giúp bình ổn thị trường từ ngày này sang ngày khác là một chính sách tốt. Thay đổi giá đột ngột có lẽ không phải tệ, xét về mặt tác động của chúng đối với phúc lợi kinh tế, vì sự tiếp tục dài hạn của việc định giá sai hoặc thậm chí tệ hơn là khi sự phát triển của bong bóng đầu cơ dẫn đến sự sụp đổ tồi tệ hơn trong tương lai.

Với bong bóng đầu cơ có xu hướng xảy ra, việc bong bóng cuối cùng sẽ vỡ có thể thực sự là một điều tốt về mặt cân bằng. Cuộc khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997-1998 được châm ngòi bởi sự rút lui của các nhà đầu tư nước ngoài khỏi thị trường châu Á, có thể được xem không phải là một cuộc khủng hoảng theo nghĩa dài hạn mà là sự kiểm tra mức độ tỉnh táo có thể giúp ngăn ngừa sự hình thành của bong bóng đầu cơ thảm họa hơn bao giờ hết. Cuộc khủng hoảng này khuyến khích các người dân châu Á suy nghĩ lại về các doanh nghiệp và nền kinh tế của họ trước những chỉ trích mà họ nhận được từ nước ngoài, cuộc khủng hoảng có thể hữu ích cho các quốc gia.

Việc mở rộng thị trường, nếu được làm đúng cách, có thể gia tăng sự nổi bật vào thông tin về các yếu tố cơ bản, nghĩa là khuyến khích sự chú ý của công chúng đối với các yếu tố cơ bản dài hạn và làm chệch hướng sự chú ý khỏi đầu cơ ngắn hạn.

Karl Case và tôi đã tạo ra các chỉ số giá nhà có thể là cơ sở của giao dịch trong thị trường tương lai. Vào năm 2006, Standard & Poor's, làm việc với David Stiff và Linda Ladner tại Fiserv, Inc., đã cải tiến và chấp nhận chúng là Chỉ số giá nhà S&P/Case-Shiller; và vào năm 2006, Sàn giao dịch Chicago Mercantile (CME Group) đã bắt đầu các thị trường tương lai trong các chỉ số này cho mười thành phố của Hoa Kỳ và toàn bộ Hoa Kỳ (xem trang homepricefutures.com của John Dolan). Các thị trường này tiếp tục ngày hôm nay, với sự hợp tác của CoreLogic, Inc. Giao dịch tại các thị trường này sẽ cho phép những người hoài nghi về bong bóng giá nhà bày tỏ quan điểm của họ về thị trường, và điều này có thể tạo xu hướng ổn định cho giá nhà, hoặc ít nhất là để ngăn chặn đà tăng mạnh mà chúng ta chứng kiến trong các thị trường này. Tuy nhiên, vào thời gian đó, khối lượng giao dịch trong các thị trường tương lai này không nhiều.

Michael Brennan đã đề xuất rằng nên thiết lập các thị trường mới cho "Dải S&P 500", đó là một thị trường cho tổng cổ tức hàng năm trong tương lai của các công ty thuộc S&P 500. Do đó, ví dụ, trong năm 2005, ta có một thị trường cho cổ tức S&P tổng hợp năm 2006, một thị trường khác cho cổ tức S&P tổng hợp năm 2007, một thị trường khác cho cổ tức S&P tổng hợp năm 2008, và trên thực tế là thị trường cho tất cả các cổ tức tổng hợp tiếp theo cho đến tương lai xa, khoảng 20 năm, và đó là một thị trường cho giá trị chỉ số cuối (giả sử, vào năm 2025). Brennan lập luận rằng "*Các thị trường như vậy sẽ cung cấp một động lực cho các nhà phân tích tập trung vào dự báo những yếu tố cơ bản [cổ tức trong tương lai] thay vì chỉ tập trung vào dự báo mức độ của thị trường. Ngoài ra, do mức độ của chỉ số thị trường phải phù hợp với giá của dòng cổ tức trong tương lai, nên mối quan hệ giữa chúng sẽ cho thấy các giả định ngầm mà*

thị trường đưa ra để định giá. Những giả định này sau đó sẽ là tâm điểm của sự chú ý và tranh luận." Trong những năm gần đây, một số hợp đồng tương lai cổ tức đã xuất hiện trên thị trường châu Âu, mặc dù chúng chưa đủ ảnh hưởng để đáp ứng các mục tiêu của Brennan.

Tiến bộ trong công nghệ tài chính đôi khi có vẻ chậm, nhưng trên thực tế lịch sử cho thấy các tổ chức kinh tế lớn mới hình thành thật sự đã phát triển dần lên từ những khởi đầu dường như chậm rãi. Một quá trình thử nghiệm với các hình thức thể chế mới gặp nhiều trở ngại và thất bại, nhưng chúng ta không nên hiểu đây là những vấn đề trong thời gian dài. Cuối cùng, chúng ta phải học cách đối phó với chúng. Tỉ lệ thử nghiệm và nghiên cứu về các tổ chức tài chính đã tăng lên trong nhiều thập kỷ và công nghệ thông tin tiên tiến dùng để khai thác cơ sở dữ liệu rộng hơn và giảm chi phí cho các dịch vụ tài chính mới đang được sử dụng ngày càng rộng rãi.

Công chúng nên được giúp đỡ để phòng ngừa rủi ro

Để khuyến khích quản lý rủi ro thích hợp, lời khuyên từ các cơ quan công quyền nên nhấn mạnh việc phòng ngừa rủi ro hiệu quả hơn. Tôi đã lập luận trong cuốn sách này rằng mọi người bị ảnh hưởng rất nhiều bởi sự khôn ngoan của các chuyên gia với cái thẩm quyền của câu nói "Người ta nói rằng..." Theo đó, công chúng sẽ không thực hiện việc quản lý rủi ro phù hợp trừ khi các chuyên gia khuyến khích họ làm như vậy.

Mặc dù các chuyên gia tài chính ngày nay thường tán dương đa dạng hóa, họ không nhấn mạnh việc quản lý rủi ro thực sự có nghĩa là gì. Nhiều người vẫn nghĩ rằng họ đã làm tất cả những gì có thể khi nắm giữ cổ phiếu của một số lượng lớn các công ty trên thị trường chứng khoán nước nhà. Họ phải đầu tư rộng hơn thế, và trên thực tế, để đạt được sự đa dạng hóa thực sự, họ cũng phải chú ý đến những rủi ro hiện hữu khác.

Ngoài ra, các thiết lập mới nên được tạo ra để giúp các cá nhân dễ dàng thoát khỏi sự tiếp xúc với thị trường chứng khoán hoặc thị trường nhà đất. Các thiết lập mà chúng ta có - chẳng hạn như bán khống, hợp

đồng chỉ số cổ phiếu tương lai, quyền chọn, cũng như hợp đồng giá nhà tương lai - không thân thiện với người dùng và hầu hết các nhà đầu tư không tận dụng những điều này. Nhiều nhà đầu tư ngày nay cảm thấy mình bị khóa trong các tài sản đang nắm giữ vì hậu quả thuế lãi vốn từ việc bán và không có khả năng tìm ra các cách khác để giảm tác động.

Mọi người phải được các chuyên gia khuyến khích để hiểu rằng đa dạng hóa phần lớn có nghĩa là bù đắp các rủi ro. Điều này có nghĩa là đầu tư vào các tài sản giúp đảm bảo thu nhập lao động của họ, sao cho các tài sản có xu hướng tăng giá trị khi thu nhập lao động của họ giảm hoặc ít nhất là không có xu hướng di chuyển theo cùng một hướng. Mục tiêu này có thể được thực hiện ngay hôm nay bằng cách đầu tư các vị thế trong các tài sản hiện tại có mối tương quan ngược chiều (hoặc ít nhất là ít thuận chiều) với thu nhập lao động cụ thể. Nó cũng có nghĩa là đầu tư vào các tài sản giúp bảo đảm giá trị căn nhà của họ, các tài sản có xu hướng tăng khi giá trị nhà của họ giảm. Vì thu nhập lao động và giá trị sổ sách căn nhà của họ chiếm tỉ trọng lớn trong số tài sản của hầu hết mọi người, bù đắp rủi ro cho những điều này là chức năng tối quan trọng của quản lý rủi ro.

Ví dụ, trong cuốn sách *Subprime Solution* (tạm dịch: Giải pháp dưới chuẩn) vào năm 2008 của tôi, tôi đã đề xuất rằng nên có một loại thế chấp thay thế, mà tôi gọi là Thế chấp Trục trặc Liên tục *(Continuous Workout Mortgage)*, cung cấp cho chủ nhà một phương án dự phòng khi trường hợp không mong muốn xảy ra (giảm tiền gốc mà họ nợ nếu giá nhà giảm) không chỉ có giá trị một lần mà được áp dụng liên tục tùy theo thời giá của căn nhà. Công trình tiếp theo với các đồng nghiệp của tôi là Rafał M. Wojakowski, M. Shahid Ebrahim và Mark B. Shackleton đang giải quyết một số chi tiết về các khoản thế chấp mới mang tính khả thi này. Người phát hành các khoản thế chấp như vậy có thể phòng ngừa rủi ro mà họ phải chịu khi viết chúng trên thị trường hợp đồng tương lai giá nhà.

Mặc dù phòng hộ là một thông lệ lâu đời trong quản lý rủi ro kinh doanh, nhưng ngày nay nó vẫn còn xa lạ với tư duy của hầu hết mọi

người. Rất ít tổ chức không nằm trong ngành có thể định nghĩa thuật ngữ ngày nay. Thảo luận về mối tương quan giữa lợi nhuận đầu tư với thu nhập hoặc với giá nhà gần như hoàn toàn vắng bóng trong các tọa đàm công khai về đầu tư.

Thật khó để thay đổi lối suy nghĩ này, vì ngày nay công chúng đã đầu tư rất nhiều theo lối tư duy thông thường và với quan niệm rằng người ta có thể tích lũy được sự giàu có thông qua thị trường chứng khoán hoặc đầu tư bất động sản. Các phương tiện truyền thông đầu tư cá nhân thường đăng tin ý kiến của người nổi tiếng, những người rõ ràng đã giàu có sẵn và họ đưa ra gợi ý một cách tinh tế rằng lời khuyên của họ cũng có thể làm cho người khác giàu có. Sẽ không phù hợp với ảo tưởng này khi bắt đầu nói về nhiệm vụ trần tục là phòng vệ giá trị của tài sản mà người ta nắm giữ. Những người trong giới truyền thông và cộng đồng đầu tư thường không muốn mạo hiểm làm xáo trộn ảo tưởng làm giàu để khai thác lợi thế của mình. Nhưng thái độ có thể thay đổi nếu những người có sức ảnh hưởng, nhận về mình trách nhiệm nhấn mạnh, thay đổi trong suy nghĩ phải được thực hiện. Một khi nó trở thành một thứ "người ta nói rằng...", mọi người sẽ thường xuyên thực hiện các biện pháp thích hợp để phòng hộ cho tài sản hiện có của họ, giống như họ thường mua bảo hiểm chủ nhà ngày nay.

Chính sách cho kế hoạch tiết kiệm và nghỉ hưu nên xem xét thực tế về bong bóng

Các cố vấn tài chính không may có xu hướng cho rằng lợi nhuận kỳ vọng trong các loại tài sản lớn là không đổi theo thời gian, tương ứng mô hình thị trường hiệu quả đơn giản, và do đó không đưa ra cảnh báo nào cho những người thực hiện kế hoạch tiết kiệm và nghỉ hưu vào thời điểm thị trường bị định giá quá cao.

Trong phần lớn quá trình bùng nổ Thiên niên kỷ giai đoạn 1982-2000 và bùng nổ Xã hội Sở hữu từ năm 2003 đến năm 2007, tỉ lệ tiết kiệm cá nhân ở Hoa Kỳ đã giảm khi thị trường chứng khoán tăng, và sau năm

1997, thị trường nhà đất tăng mang lại cho mọi người ấn tượng giả tạo khiến họ không cần phải tiết kiệm. Tỉ lệ tiết kiệm cá nhân là 12% thu nhập khi thị trường chứng khoán Hoa Kỳ chạm đáy vào tháng 7 năm 1982. Đến tháng 11 năm 1996, khi sự bùng nổ nhà ở lần đầu tiên có dấu hiệu ngóc đầu, tỉ lệ tiết kiệm đã giảm xuống còn 5,8% thu nhập. Ở đỉnh thị trường chứng khoán trước cuộc khủng hoảng tài chính (gần đỉnh thị trường nhà đất), tháng 10 năm 2007, tỉ lệ tiết kiệm đã giảm xuống 2,9% thu nhập. Tất nhiên, khi cả giá cổ phiếu và nhà ở đều giảm mạnh, mọi người tăng mạnh tỉ lệ tiết kiệm, mặc dù, với thu nhập thấp hơn và tình trạng thất nghiệp cao hơn, người ta khó tiết kiệm hơn. Tỉ lệ tiết kiệm cá nhân đã tăng trở lại lên tới 8,1% bởi cuộc khủng hoảng tài chính tồi tệ nhất vào tháng 5 năm 2009.

Hơn nữa, những người phụ trách các kế hoạch lương hưu được xác định đã cấp thiếu vốn cho kế hoạch của họ vì nghĩ rằng lợi nhuận thị trường chứng khoán tuyệt vời cho các khoản đầu tư của họ sẽ cung cấp tài sản hào phóng cho những người về hưu trong tương lai. Trong sự tự mãn của một thời kỳ bùng nổ, thật dễ dàng để hài lòng với các kế hoạch lương hưu không được cấp vốn đầy đủ.

Chúng ta đã thấy hậu quả đau lòng của điều này diễn ra trong những năm sau khi Bong bóng Thiên niên kỷ sụp đổ vào năm 2000 và Bong bóng Xã hội Sở hữu sụp đổ vào năm 2007. Các quỹ lương hưu phúc lợi được xác định đã bị cấp thiếu vốn trầm trọng với giả định vô tư rằng thị trường tài chính sẽ vẫn hoạt động tốt như mong đợi mặc cho tỉ lệ P/E rất cao (đặc biệt nếu đo bằng CAPE). Vào thời tự mãn trong thời kỳ bùng nổ, các chính trị gia tiểu bang và địa phương không muốn đả động đến nhu cầu tăng thuế để cấp vốn nhiều hơn cho các kế hoạch lương hưu của họ. Với sự tự mãn này, các công đoàn lao động cũng không tranh đấu quyết liệt để có được nhiều vốn hơn. Giả định việc tăng giá thị trường chứng khoán sẽ cung cấp cho thế hệ Baby Boomers đến tuổi nghỉ hưu sự sung túc, do đó, các điều khoản để tài trợ cho họ là không cần thiết. Kết quả thật thảm hại, khi chính quyền tiểu bang và địa phương đối mặt với sự

cần thiết phải tăng cường quỹ hưu trí của họ bằng cách cắt giảm số lượng giáo viên và cảnh sát, và góp phần vào vực thẳm suy thoái bằng cách tăng tiết kiệm của họ vào thời điểm tồi tệ nhất.

Tập đoàn Bảo đảm Quyền lợi Hưu trí Hoa Kỳ (The U.S. Pension Benefit Guaranty Corporation - PBGC) được thành lập bởi một đạo luật của Quốc hội năm 1974 để tích lũy một quỹ ủy thác nhằm bảo đảm cho người lao động với các kế hoạch lương hưu tư nhân chống lại việc mất nguồn thu nhập lương hưu khi các nhà tài trợ kế hoạch của họ cạn tiền. PBGC xem xét diễn biến thất bại sau sự kết thúc của Bùng nổ Xã hội Sở hữu, cho đến khi ít nhất được cứu tạm thời bởi sự bùng nổ Bình thường Mới giai đoạn 2009-2014. Nhưng vấn đề của họ vẫn chưa được giải quyết trừ khi thị trường chứng khoán tiếp tục bùng nổ. Trong Báo cáo Kế hoạch của năm tài chính 2013 phát hành vào năm 2014, PBGC sử dụng Hệ thống Mô hình Bảo hiểm Hưu trí (Pension Insurance Modeling System - PIMS) với tỉ lệ hoàn vốn trung bình nhân giả định cho các kế hoạch lương hưu là 6,1%. Con số này có vẻ cao bất hợp lý trong bối cảnh thị trường chứng khoán được định giá cao và lợi suất trái phiếu thấp. Ngay cả với giả định PIMS lạc quan thể hiện trong báo cáo năm 2013 của mình, PGBC cảnh báo về khả năng phá sản của họ đối với Kế hoạch Nhiều Người sử dụng lao động (hay Multiple Employer Plan là chương trình phúc lợi nhân viên duy trì theo một hoặc nhiều thỏa thuận tập thể do hai chủ doanh nghiệp trở lên đóng góp - chú thích của người dịch) vào năm 2019 ở mức phí bảo hiểm hiện thời, và với xác suất phá sản 90% vào năm 2025.

Tại thời điểm viết quyển sách này vào năm 2014, với định giá thị trường chứng khoán rất cao và định giá bất động sản leo thang, chúng ta có nguy cơ lặp lại những sai lầm này một lần nữa. Tỉ lệ tiết kiệm cá nhân của Hoa Kỳ, được hưởng lợi từ kích cầu đang cố gắng thúc đẩy đi lên để kích thích nền kinh tế, nhưng vẫn còn thấp mà theo dữ liệu mới nhất là 4,8%. Nó sẽ phải tăng lên một khi nền kinh tế phục hồi toàn diện hơn. Thậm chí ngày nay, chính phủ Hoa Kỳ có thể đóng góp gián tiếp vào việc tiết kiệm bằng cách triển khai các chương trình kích thích đầu tư cơ sở

hạ tầng công cộng, điều này rất kịp thời, vì họ có thể vay với lãi suất thực gần như bằng không để tài trợ cho công trình.

Hiện tại (2014), hầu hết mọi người không tiết kiệm đủ cho tương lai của họ và các quỹ hưu trí có thể không kêu gọi đủ tiền mới. Bài học cho các nhà đầu tư cá nhân tại thời điểm này từ việc định giá rất cao của thị trường chứng khoán là không rút các khoản đầu tư ồ ạt ra khỏi thị trường để đổ vào trái phiếu, vì lợi suất trái phiếu cũng rất thấp. Thay vào đó, bài học cho các cá nhân là không được tự mãn hơn nữa bởi những thành công đầu tư trong quá khứ, hãy nhớ rằng mức độ lợi nhuận mà chúng ta đã thấy trong vài năm qua khó có thể tiếp tục. Bài học cho các chính phủ là thúc đẩy kích thích kinh tế và đầu tư cơ sở hạ tầng vào hàng hóa công, tận dụng khả năng vay với lãi suất thấp để đầu tư vào tương lai.

Thúc đẩy chính sách phù hợp trước biến động đầu cơ

Các vấn đề đặt ra cho các nhà hoạch định chính sách bởi xu hướng thị trường đầu cơ cho thấy bong bóng không thường xuyên là các vấn đề rất sâu. Họ sẽ phải xem xét đầy đủ sự hiểu biết đang phát triển của chúng ta về bản chất của các bong bóng khi xây dựng các biện pháp xử lý các vấn đề mà các bong bóng này gây ra. Thật không may, bản chất của bong bóng đủ phức tạp và có thể thay đổi khiến các chuyên gia không thể nào mong đợi để chứng minh vai trò cụ thể của bất kỳ chính sách nào trong việc mang lại mục tiêu chung là phúc lợi kinh tế dài hạn.

Các chính sách can thiệp vào các thị trường bằng cách đóng cửa hoặc giới hạn chúng, mặc dù trong một số trường hợp rất cụ thể có vẻ hữu ích, có lẽ cách thức này không nên nằm trong danh sách giải pháp của chúng ta cho các vấn đề do bong bóng đầu cơ gây ra. Thị trường đầu cơ thực hiện các chức năng phân bổ nguồn lực quan trọng (một điểm tôi xem là hiển nhiên, không cần chứng minh và không tập trung trong cuốn sách này), và bất kỳ sự can thiệp nào với thị trường để chế ngự bong bóng cũng kinh qua chức năng này.

Cuối cùng, trong một xã hội tự do, chính phủ không thể bảo vệ mọi người khỏi hậu quả do lỗi lầm của họ. Chính phủ không thể bảo vệ người dân hoàn toàn mà không phủ nhận khả năng đạt được sự thỏa mãn của chính họ. Và, chính phủ hoàn toàn không thể bảo vệ xã hội khỏi những tác động của làn sóng lạc quan hoặc bi quan phi lý vì bản thân những phản ứng cảm xúc là một phần của não bộ con người.

Các chính sách để đối phó với biến động đầu cơ khá giống như các chính sách đối phó với sự bất ổn chính trị. Chúng ta lo lắng rằng một đảng chính trị lôi cuốn bản năng cơ bản hoặc nhận định hấp tấp sẽ giành quyền kiểm soát. Nhưng chúng ta không đối phó với rủi ro này bằng cách cấm cửa một số đảng chính trị nhất định trong thời gian bất ổn hoặc đánh thuế các hoạt động của họ. Thay vào đó, chúng ta dựa vào sự tự do thể hiện hoàn toàn của tất cả các đảng chính trị và chúng ta hy vọng rằng tâm lý chung cuối cùng sẽ chiếm ưu thế trong các cử tri. Kết quả tốt đẹp này đạt được bằng cách thiết kế và liên tục cải tiến các quy tắc cho các chiến dịch và bầu cử.

Tương tự như vậy, hầu hết sự thúc đẩy của các chính sách quốc gia của chúng ta để đối phó với bong bóng đầu cơ nên có hình thức tạo điều kiện cho thương mại tự do hơn, cũng như cơ hội lớn hơn cho mọi người để có nhiều vị thế hơn trong các thị trường tự do hơn. Một kết quả tốt có thể đạt được bằng cách thiết kế các hình thức bảo hiểm xã hội tốt hơn và tạo ra các tổ chức tài chính tốt hơn, qua đó cho phép các rủi ro thực sự được quản lý hiệu quả hơn. Điều quan trọng nhất cần ghi nhớ mỗi khi chúng ta gặp phải sự hỗn loạn trên thị trường là không nên để nó làm ta phân tâm khỏi những nhiệm vụ quan trọng. •

BÀI GIẢNG ĐẠT GIẢI NOBEL: GIÁ TÀI SẢN ĐẦU CƠ

Tôi sẽ bắt đầu bài giảng này với một số suy nghĩ tổng quan về các yếu tố quyết định giá tài sản dài hạn, chẳng hạn như giá cổ phiếu hoặc giá nhà: cuối cùng thì điều gì khiến giá thay đổi theo thời gian và làm thế nào chúng ta có thể diễn giải những thay đổi này? Tôi sẽ xem xét cuộc đàm luận trong ngành về vai trò của tính duy lý trong việc hình thành giá và xu hướng ngày càng tăng đối với tài chính hành vi và phổ quát hơn là kinh tế học hành vi, sự chấp nhận ngày càng tăng tầm quan trọng của các yếu tố tâm lý học, xã hội học và dịch tễ học đối với ảnh hưởng đến giá cả. Tôi sẽ tập trung vào các phương pháp thống kê cho phép chúng ta tìm hiểu về các nguồn gây ra biến động giá cả trên thị trường chứng khoán và thị trường nhà đất, và bằng chứng dẫn đến cuộc cách mạng tài chính hành vi trong tư duy tài chính trong những thập kỷ gần đây.

Mục đích rộng hơn ở đây là đánh giá đúng triển vọng công nghệ tài chính. Có rất nhiều sự hoài nghi phổ biến về hoạt động của các tổ chức tài chính ngày nay, qua đà phát triển chậm chạp kể từ giai đoạn nghiêm trọng nhất của cuộc khủng hoảng tài chính và kinh tế vào năm 2008. Tôi muốn xem xét các khả năng cho tương lai của tài chính nói chung, thay vì tập trung vào các biện pháp thay thế tạm thời vào lúc này để đối phó với các triệu chứng của cuộc khủng hoảng kinh tế hiện tại của chúng ta. Cuộc nói chuyện về tính duy lý của thị trường là tiền thân của cuộc nói chuyện về công nghệ tài chính này, vì nó củng cố quan niệm của chúng ta về các triển vọng mà công nghệ mới mang lại.

Tôi sẽ kết luận rằng các thị trường đã được "điều chỉnh bởi các yếu tố con người" để vận hành một cách cực kỳ trơn tru, và khi chúng ta gia tăng hiểu biết về hiện tượng tâm lý dẫn đến bong bóng và các vấn đề liên quan, chúng ta có thể đổi mới hơn nữa để cải thiện hoạt động của các thị trường này.

Biến động giá, kỳ vọng hợp lý và bong bóng

Lịch sử tư tưởng trên thị trường tài chính đã cho thấy sự thiếu đồng thuận đáng ngạc nhiên về một câu hỏi rất cơ bản: rốt cuộc điều gì gây ra tất cả những biến động về giá của tài sản đầu cơ như cổ phiếu doanh nghiệp, hàng hóa, hay bất động sản? Người ta có thể nghĩ rằng một câu hỏi cơ bản như vậy đã tìm được câu trả lời đầy tự tin từ lâu. Nhưng câu trả lời cho câu hỏi này không dễ tìm thấy như vậy.

Đồng thời, đã có một sự chấp nhận rộng rãi của ý tưởng rằng thị trường được điều khiển bởi tâm lý học. Thật vậy, từ năm 1991, tại Cục nghiên cứu Kinh tế Quốc gia, Richard Thaler và tôi là người đứng đầu của chương trình nghiên cứu kinh tế học hành vi, trong đó có hàng trăm bài nghiên cứu dường như mâu thuẫn với ý thức chung về tính duy lý trên thị trường.

Thuật ngữ "bong bóng đầu cơ" thường được sử dụng và áp dụng một cách cẩu thả. Từ "bong bóng" trở nên phổ biến lần đầu tiên vào thời điểm Bong bóng Mississippi tại các thị trường chứng khoán châu Âu kết thúc vào năm 1720, thời điểm thường được nhắc đến như một sự điên rồ, nhưng liệu thời kỳ đó có phải được mô tả chính xác nhất là một trong những điều phi lý điên rồ vẫn còn gây tranh cãi; xem nghiên cứu của Garber (Famous first bubbles: The fundamentals of early manias, 2000) và Goetzmann cùng các tác giả khác trong nhóm (The pricing of soft and hard information: Economic lessons from screenplay sales, 2013). Tôi có thể nói rằng bong bóng đầu cơ là một loại cơn sốt kỳ lạ hay dịch bệnh xã hội thường thấy ở các thị trường đầu cơ: không phải cơn say ảo giác rồ dại mà là hậu quả tự nhiên của các nguyên tắc tâm lý xã hội kết hợp với các kênh thông tin và truyền thông không hoàn hảo. Trong ấn bản thứ hai của

quyển *Lạc Quan Tếu*, tôi đã đưa ra một định nghĩa về "bong bóng", mà tôi nghĩ là đại diện cho cách sử dụng tốt nhất của thuật ngữ này:

Một tình huống trong đó tin tức về việc tăng giá đã thúc đẩy sự nhiệt tình của nhà đầu tư, lan truyền bởi sự lây nhiễm tâm lý từ người này sang người khác, trong quá trình khuếch đại những câu chuyện có thể biện minh cho việc tăng giá và thu hút nhóm nhà đầu tư ngày càng lớn hơn nhảy vào thị trường, những người này, mặc dù nghi ngờ về giá trị thực của khoản đầu tư, bị thu hút một phần thông qua sự ghen tị với những thành công của người khác và một phần thông qua sự phấn khích của con bạc.

Tâm điểm trong định nghĩa của tôi là sự lây lan như dịch bệnh, cảm xúc của nhà đầu tư, và bản chất của tin tức và phương tiện truyền thông. Theo tôi, bong bóng không phải là sự điên rồ của các nhà đầu tư. Bong bóng, nói đúng hơn, là câu chuyện về cách các nhà đầu tư bị tấn công tổng lực từ một giả thuyết thoạt nghe có vẻ rất hợp lý về định giá quy ước này cho đến một giả thuyết khác. Chúng ta có thể nghĩ đến hình ảnh một người giỏi hùng biện, dù anh ta có đứng về phía nào của hai lập luận đối nhau, nếu người ở phe kia kém kỹ năng hơn, thì anh ta đều có thể thuyết phục thính giả thuận theo lập luận mà anh ta đại diện. Các nhóm tranh luận đại học chứng minh hiện tượng này thường xuyên, và họ làm điều đó bằng cách chặn một vài dữ kiện nào đó, rồi khuếch đại và làm tôn lên các dữ kiện khác. Trong trường hợp bong bóng, các bên đối đầu trong cuộc hùng biện thay đổi theo thời gian bởi phản hồi của thay đổi giá, với sự tăng trưởng, của những lời nhắc gây ra bởi tăng giá về các dữ kiện cơ bản mà một người tranh luận có thể sử dụng để bảo vệ bong bóng. Các phương tiện truyền thông thậm chí còn giỏi hơn các sinh viên hùng biện điển hình trong việc trình bày các trường hợp này.

Ý tưởng đầu tư có thể lan truyền như dịch bệnh. Xưa nay các nhà kinh tế đã không thể hiện nhiều sự quan tâm đến dịch tễ học, xã hội học, tâm lý xã hội, hoặc truyền thông và báo chí. Do đó họ phải tốn nhiều nỗ lực để xem xét tập quán của các nền học thuật xa lạ với họ.

Có một sự phân chia rắc rối giữa những người đam mê thị trường hiệu quả (người tin rằng giá thị trường tích hợp chính xác tất cả thông tin công khai, và nghi ngờ sự tồn tại của bong bóng) với những người tin vào tài chính hành vi (người có xu hướng tin rằng bong bóng và những mâu thuẫn khác với thị trường hiệu quả chỉ có thể được hiểu khi tham khảo các ngành khoa học xã hội khác như tâm lý học). Tôi nghi ngờ rằng một số sự phân chia rõ ràng chỉ là ảo tưởng, xuất phát từ vấn đề thuật ngữ "bong bóng" khi không có một định nghĩa nào được chấp nhận rộng rãi. Hình ảnh ẩn dụ về bong bóng có thể gợi ý rằng bong bóng đầu cơ luôn vỡ đột ngột và tất yếu sẽ xảy ra, như bong bóng xà phòng, mà không có ngoại lệ. Điều đó thật ngớ ngẩn, vì lịch sử nói chung không ủng hộ khái niệm vụ nổ thảm khốc. Mặc dù kết thúc đột ngột của bùng nổ thị trường chứng khoán vào năm 1929, 2000 và 2007 có vẻ như trùng khớp với phép ẩn dụ đó, những sự bùng nổ này đã được tái lập không lâu sau đó (lần lượt là 1933-1937, 2003-2007, và 2009 cho đến nay).

Tôi nghĩ rằng khả năng xảy ra vụ nổ đột ngột tất yếu không phải là điều thiết yếu đối với thuật ngữ "bong bóng đầu cơ" nói chung như cách thuật ngữ này đang được sử dụng. Phép ẩn dụ có thể gây hiểu nhầm: nó cho thấy một hình ảnh kịch tính hơn thực tế, truyền đi cảm giác độc đáo cho các sự kiện hiện tại, điều này có thể giúp giải thích sự phổ biến của thuật ngữ này với các phóng viên tin tức nhằm giành giật sự chú ý của độc giả. Giống như các phóng viên muốn khuấy động mọi người bằng cách báo cáo rằng một chỉ số đã đạt mức cao kỷ lục khác (bất chấp thực tế mức cao kỷ lục xảy ra khá thường xuyên, đặc biệt là khi các phóng viên hầu như không bao giờ điều chỉnh lạm phát cho số liệu), vì vậy họ cũng muốn đề xuất khả năng xảy ra sự sụp đổ được ghi nhớ trong nhiều năm sau đó.

Đôi khi tôi ước chúng ta có một phép ẩn dụ khác. Người ta có thể xem xét việc thay thế thành "giao dịch gió" (tiếng Hà Lan là Windhandel), một thuật ngữ được sử dụng trong thời kỳ sốt hoa tulip, sự bùng nổ và sụp đổ nổi tiếng của giá hoa tulip vào đầu những năm 1600. Ám chỉ giao dịch trong không khí có vẻ thích hợp hơn so với việc khơi gợi lên một bong bóng dễ vỡ.

Thật kỳ lạ, trong Bài giảng Nobel Y học vào Tuần lễ Nobel 2013 tại Stockholm, James E. Rothman (2013) cũng để cập tới bong bóng xà phòng, vì sự tương đồng của chúng với các túi tế bào là trọng tâm của nghiên cứu đoạt giải thưởng Nobel của ông. Ông ấy đã chiếu một bộ phim về hai bong bóng xà phòng được ép lại với nhau, và hầu hết chúng tôi đều ngạc nhiên khi chúng không vỡ mà hợp nhất thành một bong bóng lớn hơn. Điều đó tương tự như những gì các tế bào có thể làm, ông nói. Nó khiến tôi tự hỏi liệu chúng ta có thể nói rằng bong bóng thị trường chứng khoán và bong bóng nhà ở đầu những năm 2000 bằng cách nào đó đã hợp nhất thành một bong bóng lớn hơn nổ vào khoảng năm 2008, chạm đến khủng hoảng tài chính trên diện rộng. Suy nghĩ tưởng tượng thật thú vị, và thậm chí có thể truyền cảm hứng, nhưng chúng ta không thể để phép ẩn dụ bong bóng, hoặc bất kỳ phép ẩn dụ đơn giản tương tự nào, dẫn dắt các mô hình của chúng ta đi quá xa khỏi hình ảnh chúng tạo ra trong tâm trí, vì phép ẩn dụ nào cũng bị phá vỡ nếu chúng ta đưa ra kết luận vô lý.

Lý thuyết thị trường hiệu quả

Ngay từ đầu, trong luận án tiến sĩ năm 1964, được viết dưới sự giám sát của Merton Miller và Harry Roberts, Eugene Fama đã thấy rằng khả năng dự báo giá cổ phiếu là không nhiều. Sau đó, ông phát hiện ra rằng hệ số tương quan trung bình giữa thay đổi giá của các ngày liên tiếp trong 30 cổ phiếu trung bình của Dow Jones trong khoảng thời gian từ 1957 đến 1962 chỉ là 0,03, mà ông mô tả là "có lẽ không quan trọng đối với cả nhà thống kê và nhà đầu tư". Cùng năm ấy, nghiên cứu *Tính chất ngẫu nhiên về giá thị trường chứng khoán* của Paul Cootner đã đi đến kết luận tương tự về hiệu quả thị trường. Lý thuyết thị trường hiệu quả, được phổ biến rộng rãi bởi Fama (1970) và công trình học thuật mà ông khơi dậy, cho rằng giá cả có cơ sở hợp lý về các yếu tố cơ bản như dự báo thu nhập tối ưu, hoặc đánh giá độ lệch chuẩn của các yếu tố rủi ro mà các tập đoàn phải đối mặt. Theo lý thuyết, bởi vì giá cả được xác định một cách duy

lý, chúng được thay đổi từ ngày này sang ngày khác chủ yếu bởi tin tức xác thực, mà về bản chất là không thể dự báo được. Công trình của Fama thúc đẩy một cuộc cách mạng thị trường hiệu quả trong tài chính. Khi đó, tôi là một phần của phong trào, chưa đầy một thập kỷ sau, với luận án tiến sĩ (năm 1972) trong tay về hiệu quả của thị trường trái phiếu dài hạn.

Quan điểm thay thế và khả năng dự báo lợi nhuận

Những kết luận này đi ngược với sự quan tâm của công chúng vào thời điểm bong bóng đầu cơ được khuyến khích bởi thị trường tăng trưởng mạnh ở Hoa Kỳ: giá cổ phiếu thực tăng hơn bốn lần trong mười sáu năm từ 1948 đến 1964. Cuốn sách bán chạy nhất năm 1954 của John Kenneth Galbraith *là The Great Crash: 1929* (tạm dịch: Đại sụp đổ:1929) mô tả một cách sinh động các tín đồ của sự bùng nổ những năm 1920 và sự sụp đổ sau đó, kết luận rằng "khả năng tái phát của một vụ đầu cơ điên cuồng là khá tốt".

Cuốn sách của ông được tiếp nối bởi một tác phẩm nổi tiếng khác là *Manias, Panics and Crashes* (tạm dịch: Điên cuồng, Hoảng loạn, và Sụp đổ) xuất bản vào năm 1978 bởi Charles Poor Kindleberger. Trong đó sử dụng phương pháp tương tự, cung cấp tóm lược các sự kiện của con người được ràng buộc với mô tả về sự ngu ngốc của con người. Cả hai tác giả đều ra mắt sách trước cuộc cách mạng tài chính hành vi rất nhiều năm, họ không sử dụng nhiều nghiên cứu học thuật thuộc tâm lý học hoặc xã hội học, và vì vậy tác phẩm của họ, đối với một số người, là không vững chắc. Mặc dù cả Galbraith và Kindleberger đều là những học giả đáng kính và những câu chuyện trong sách của họ thường hấp dẫn, nhiều người cảm thấy nội dung sách không đáng tin cậy đối với khoa học nghiên cứu vì thiếu phân tích dữ liệu cẩn thận được sử dụng rộng rãi để hỗ trợ hiệu quả thị trường, dẫu chúng thực sự rất kích thích.

Cuối cùng, việc điều hòa các quan điểm rõ ràng mâu thuẫn với nhau là vấn đề của xây dựng kiểm định thống kê đúng đắn. Nó chỉ ra rằng bằng chứng ấn tượng rõ ràng về hiệu quả thị trường là không đáng tin cậy.

Các mô hình giá trị hiện tại kỳ vọng và tính dễ biến động thái quá

Phiên bản đơn giản nhất của mô hình thị trường hiệu quả, trong đó duy trì việc các biến động giá cổ phiếu có thể được hiểu hoàn toàn là thông tin phản ánh về các khoản chi trả cổ tức trong tương lai, và do đó không bao giờ có thời điểm tốt hay xấu để tham gia vào thị trường. Kể từ khi cuộc cách mạng thị trường hiệu quả bắt đầu, mô hình đơn giản này vẫn luôn có chỗ đứng trong trí tưởng tượng học thuật, như phép xấp xỉ đáng giá cho các mô hình phức tạp hơn. Công thức này đặt giá bằng với kỳ vọng, phụ thuộc vào thông tin có sẵn công khai bấy giờ của giá trị hiện tại, cổ tức trong tương lai, được chiết khấu với tỉ lệ không đổi theo thời gian:

$$P_t = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \frac{D_{t+k}}{(1+r)^{k+1}}. \quad (1)$$

Một cách để kiểm tra mô hình thị trường hiệu quả này là hồi quy lợi nhuận giữa t và t + 1, t = 1, với t = 1,... , n vào biến thông tin đã biết vào thời điểm t, It , t = 1,... , n. Thông thường, các kiểm định này có thể được mô tả gần như là các kiểm định của "lý thuyết bước đi ngẫu nhiên", mà thay đổi giá hoàn toàn ngẫu nhiên và không thể dự báo được. Người ta chấp nhận mô hình thị trường hiệu quả nếu hệ số của các biến thông tin được sử dụng để dự báo lợi nhuận trong tương lai hoặc thay đổi giá không khác biệt đáng kể so với không. Hơn nữa, ngay cả khi mô hình bị từ chối, nếu tỉ lệ phương sai dự đoán trong lợi nhuận là nhỏ, người ta kết luận rằng mô hình là một phép xấp xỉ tốt so với thực tế.

Các kiểm định này, và các biến thể tương tự khác của chúng, là các loại kiểm định về thị trường hiệu quả đầy rẫy trong sách vở. Nhưng sức mạnh của những bài kiểm định về khả năng dự báo lợi nhuận không thể đạt được như vậy tỏ ra yếu thế trước một giải pháp thay thế đại diện cho thế giới hoàn toàn bị dẫn dắt bởi các xu hướng, nhất thời mà không có lý do cơ bản nào giải thích cho thay đổi giá, vì những phương án thay thế

hợp lý của loại này cũng ngụ ý rằng chỉ một phần rất nhỏ của lợi nhuận hàng tháng có thể được dự báo (Shiller 1984, 1989; Summers 1986).

Nhiều thử nghiệm về tính hiệu quả của thị trường sử dụng giá quan sát hàng ngày và bởi vì các quan sát xuất hiện rất thường xuyên, có thể lên đến hàng ngàn quan sát, ngay cả khi khoảng thời gian của dữ liệu chỉ kéo dài vài thập kỷ. Nhiều người có xu hướng nghĩ rằng hàng trăm quan sát nghĩa là nhiều dữ liệu, nhưng xét từ quan điểm phân biệt mô hình thị trường hiệu quả với một mô hình thay thế có liên quan thì số lượng dữ liệu đó chẳng có gì đáng gọi là nhiều.

Ví dụ, chúng tôi có thể đang cố gắng xác định liệu một số dữ liệu giá theo chuỗi thời gian là bước đi ngẫu nhiên so với biến thể của quá trình tự hồi quy bậc nhất liên tục. Ở mô hình đầu, giá quá cao hay quá thấp không có khả năng dự đoán những thay đổi trong tương lai. Ở mô hình sau, khi giá quá cao trái với giá trị trung bình, cuối cùng chúng sẽ có xu hướng giảm (một loại vỡ bong bóng, mặc dù không phải là thảm họa bất ngờ). Nhưng các kiểm định có thể có rất ít sức mạnh để phân biệt hai mô hình, nếu tham số tự hồi quy đủ gần với một mô hình, ngay cả với một số lượng lớn các quan sát, hay thậm chí với các quan sát theo ngày hoặc theo phút. Với một khoảng dữ liệu cố định, việc tăng tần suất quan sát, thậm chí đến giới hạn của quan sát liên tục, không mang lại sức mạnh cho mô hình (Shiller và Perron 1985, Phillips và Perron 1988).

Nền tảng khoa học cho giải thưởng Nobel kinh tế 2013 (Ủy ban giải thưởng khoa học kinh tế của Viện khoa học hoàng gia Thụy Điển 2013) nhấn mạnh kết quả của những người đoạt giải năm nay khi xác nhận rằng có khả năng dự báo tốt hơn (về mặt hệ số xác định R) cho lợi nhuận của tài sản đầu cơ trong thời gian dài hơn. Điều này phù hợp với lời khuyên nắm giữ lâu dài rằng các nhà đầu tư nên kiên nhẫn, rằng họ không thể mong đợi lợi nhuận cao trong khoảng thời gian ngắn. Nhưng điều này trái ngược với những gì người ta mong đợi trong dự báo thời tiết, nơi các chuyên gia có thể dự báo nhiệt độ ngày mai khá tốt nhưng chắc chắn không thể dự báo chính xác cho một năm sau.

Thật dễ hiểu vì sao dự báo ngắn hạn về thay đổi giá trong tài sản đầu tư theo một cách nào đó khó có thể xảy ra: nếu lợi nhuận đầu tư được dự báo với độ chính xác đáng kể từ ngày này sang ngày khác, thì quá dễ dàng để làm giàu trong một năm hoặc lâu hơn bằng cách giao dịch nương theo những dự báo này, và chúng ta biết giao dịch để làm giàu không phải là điều dễ dàng thực hiện. Khái niệm này đã được hợp thức hóa trong một khung thời gian liên tục bởi Sims (1984), người đã xác định "mức độ không thể đoán trước tức thời" của một mức giá tài sản đầu cơ theo điều kiện cận là R bình phương của dự đoán theo thời gian từ t đến t + s về 0 khi s đi về 0. Ông đã chỉ ra trong một số điều kiện đều đặn rằng nếu giá cả không thể dự đoán được ngay lập tức, thì các phương án giao dịch nhanh đơn giản có thể đạt được lợi nhuận không giới hạn, điều này tất nhiên không khớp với thực tế.

Xét đến những lý do cơ bản này để hoài nghi rằng lợi nhuận có thể dự báo được trong thời gian ngắn, chúng ta không thể tìm thấy R bình phương thấp trong nhiều kiểm định về hiệu quả thị trường ngắn hạn là đáng ngạc nhiên hoặc đáng chú ý. Các kiểm định chỉ cho chúng ta thấy điều hiển nhiên và không cho chúng ta biết về tính duy lý của thị trường ngoài thực tế là mọi người không bỏ lỡ cơ hội dễ dàng để làm giàu rất nhanh.

Tôi đã đề xuất một loại kiểm định thay thế, dựa trên mức độ biến động ước tính của lợi nhuận, kiểm định đối với "tính biến động thái quá". Tôi nghĩ nó có nhiều sức mạnh hơn so với các lựa chọn thay thế quan trọng của lý thuyết thị trường hiệu quả: Đầu tiên là thị trường trái phiếu, bác bỏ mô hình kỳ vọng của cấu trúc thời hạn của lãi suất với dữ liệu của Hoa Kỳ và Vương quốc Anh (Shiller 1979), và sau đó bác bỏ mô hình thị trường hiệu quả đơn giản nhất cho thị trường chứng khoán Hoa Kỳ (Shiller 1981a). Công trình độc lập của Kenneth Singleton (1980) đã sử dụng kiểm định giới hạn phương sai để bác bỏ mô hình kỳ vọng cấu trúc thời hạn của lãi suất với dữ liệu của Hoa Kỳ, và Stephen LeRoy cùng Richard Porter (1981) đã bác bỏ lý thuyết thị trường hiệu quả đơn giản

cho thị trường chứng khoán Mỹ. Các kiểm định giới hạn phương sai cũng được sử dụng để kiểm định các mô hình thị trường hiệu quả dựa trên chiết khấu tiêu dùng (Shiller 1982, Hansen và Jagannathan 1991). Các mô hình thị trường hiệu quả cũng bao hàm các giới hạn về hiệp phương sai giữa giá tài sản (Beltratti và Shiller 1993).

Các kiểm định này có thể mạnh hơn các thử nghiệm hồi quy của các quan niệm thị trường hiệu quả cơ bản trước các lựa chọn thay thế quan trọng. Đúng là theo các giả định quy ước của mô hình hồi quy, kiểm định t thông thường cho hệ số của biến dự báo trong hồi quy với lợi nhuận thặng dư là biến phụ thuộc có các đặc tính tối ưu nổi tiếng. Nhưng kiểm định hiệu quả thị trường bằng cách hồi quy lợi nhuận thặng dư dựa trên các biến thông tin không sử dụng điều kiện giới hạn, theo đó đòi hỏi tất cả các chuyển động giá cần phải được chứng minh bằng thông tin về các chuyển động tiếp theo trong các yếu tố cơ bản. Tôi đã chỉ ra (1981b) rằng nếu chúng ta mở rộng giả thuyết duy trì (*maintained hypothesis hay hợp của giả thuyết không và giả thuyết thay thế - chú thích của người dịch*) cho điều kiện này, thì kiểm định hồi quy là không tối ưu. Trong thực tế, theo các giả định cực đoan nhất định về căn chỉnh dữ liệu, một kiểm định tỉ lệ phương sai đơn giản, thay vì kiểm định hồi quy, có thể mạnh nhất.

Một loại kiểm định khác về hiệu quả của thị trường là nghiên cứu sự kiện, trong đó phân tích tác động của một sự kiện nhất định (chẳng hạn như chia tách cổ phiếu) đối với giá của một tài sản trong những ngày trước và sau sự kiện, tập hợp nhiều ví dụ khác nhau về một loại sự kiện và hiển thị hiệu suất giá trung bình. Nó tương tự như kiểm định ý nghĩa của các hệ số trong hồi quy của bảng dữ liệu theo chuỗi thời gian của lợi nhuận hàng ngày của nhiều cổ phiếu trên một biến giả đại diện cho ngày diễn ra một loại sự kiện nhất định và trên các biến giả đại diện cho những ngày sau khi sự kiện trở nên công khai. Kiểm định hiệu quả thị trường là kiểm định ý nghĩa của các hệ số của các mô hình tương ứng với nhiều ngày sau sự kiện. Nghiên cứu sự kiện đầu tiên trong các tài liệu học thuật đã được thực hiện là Dolley (1933), nhưng, phải đến nghiên cứu ấn

tượng năm 1969 của Eugene Fama, Lawrence Fisher, Michael Jensen và Richard Roll nó mới được biểu lộ rằng, dựa trên một sự kiện, người ta có xu hướng nhìn thấy sự thiếu vắng của bất kỳ phản ứng giá nhất quán và quan trọng sau khi sự kiện được phổ biến rộng rãi. Dolley, trong bài báo vào năm 1933 của mình, đã đắm chìm trong tất cả các chi tiết của việc chia tách cổ phiếu và tất nhiên không đề cập đến lý thuyết thị trường hiệu quả. Thay vào đó, Fama, Fisher, Jensen và Roll cung cấp bằng chứng cho lý thuyết mới được phát triển và mở rộng này, bằng chứng có thể thấy rõ một cách ấn tượng bằng biểu đồ mô tả lợi nhuận cổ phiếu trước và sau sự kiện. Nhưng, một lần nữa, các kiểm định thị trường hiệu quả, về cơ bản giống như kiểm định hồi quy, không có khả năng cho chúng ta biết liệu có bong bóng ảnh hưởng đến giá hay thậm chí liệu thành phần chính của biến động giá cổ phiếu có xuất phát từ bong bóng hay không.

Kiểm định giới hạn phương sai hiệu quả thị trường không thể bác bỏ nó đúng nhưng nó không quan trọng, cũng như sự thiếu hiệu quả mà lý thuyết thị trường hiệu quả đã phát hiện ra, rằng hầu hết sự biến động của thị trường chứng khoán chung là không thể giải thích được khi liên quan đến thông tin về các yếu tố cơ bản trong tương lai.

Các chỉ trích về các kiểm định giới hạn phương sai trở nên phong phú, và lúc đầu tôi đã nỗ lực để trả lời một số trong số họ, phản hồi cho nghiên cứu của Marsh và Merton (1986) và Kleidon (1986). Nhưng khối lượng tài liệu mở rộng vượt quá khả năng phản hồi của tôi, và cũng thay đổi đáng kể hướng đi của nó. Đôi khi những bất đồng trở nên trừu tượng và dường như đặt ra những vấn đề sâu sắc về nhận thức luận hay triết học logic. Tôi phải để kết quả của cuộc tranh luận này thành một sự đồng thuận chuyên môn rộng lớn hơn.

Tôi đã thu thập các nghiên cứu của mình về chủ đề này và tóm tắt các tài liệu trong cuốn sách *Market Volatility* (tạm dịch: Biến động thị trường) (1989) của tôi, tại thời điểm đó tôi đã từ bỏ công trình kinh tế lượng của mình về sự biến động thái quá. Những người khác tiếp tục con đường nghiên cứu này, và nhiều hơn nữa kể từ đó.

Hình ảnh trực quan về sự biến động quá mức và của thị trường chứng khoán như người dự báo

Giống như các nghiên cứu sự kiện đã thuyết phục trực quan nhiều độc giả về một số giá trị của lý thuyết thị trường hiệu quả bằng cách trình bày các biểu đồ nghiên cứu sự kiện, hiển thị giá cổ phiếu trước và sau một sự kiện, nhưng các biểu đồ đơn giản khác dường như đã thuyết phục, theo một cách khác, thị trường chứng khoán thực sự không hiệu quả.

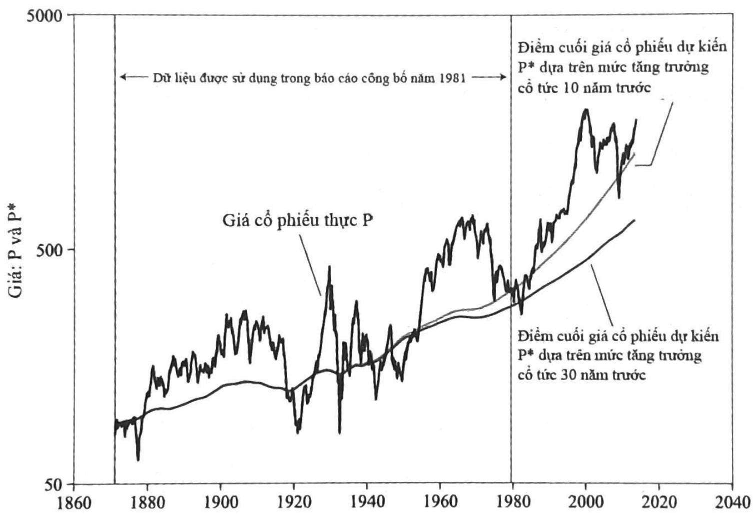
Hình A.1 là phiên bản cập nhật của một biểu đồ mà tôi đã trình bày trong nghiên cứu năm 1981 của tôi, cách đây 1/3 thế kỷ trước, về mức độ thực sự của thị trường chứng khoán kể từ năm 1871, cũng như hành vi qua thời gian của giá trị hiện tại thực tế của cổ tức thực tương lai chiết khấu với tỉ lệ không đổi. Chuỗi giá cổ phiếu thực được phát hành bởi Standard & Poor, được gọi là S&P Composite (sau năm 1957 là S&P 500), được điều chỉnh lạm phát bởi Chỉ số giá tiêu dùng của Hoa Kỳ.

Phiên bản trước của biểu đồ này hóa ra là trung tâm của nghiên cứu đó, đánh giá từ sự chú ý mà nó đã thu hút. Đôi khi một biểu đồ đơn giản dường như đáng lo ngại hơn một phân tích chính thức. Nhìn vào dữ liệu giống như nhìn thấy một bài báo của phóng viên ảnh về một sự kiện lịch sử hơn là đọc một niên đại: nó có tính tức thời hơn và mời gọi các so sánh trực quan.

Để tạo ra biểu đồ này, giá trị cổ tức hiện tại cho mỗi ngày trong giai đoạn 1871-2013 được tính từ cổ tức thực sử dụng tỉ lệ chiết khấu thực không đổi r = 7,6% mỗi năm, bằng với lợi nhuận thực tế trung bình lịch sử trên thị trường kể từ năm 1871. Đối với con số này, tôi đã có thể sử dụng cổ tức thực tế, do Standard & Poor's xuất bản từ năm 1926, và từ đây trở về năm 1871 bởi Alfred Cowles (1939) như tôi đã mô tả trong cuốn sách của mình (1989). Chúng ta không biết cổ tức sau năm 1979 khi tôi công bố phiên bản gốc của biểu đồ này và trong cuốn sách này, chúng ta không biết cổ tức sau năm 2013.

Đối với bài giảng này, vào năm 2013, như tôi đã làm vào năm 1981, tôi đã đưa ra một số giả định đơn giản về cổ tức trong tương lai chưa từng

thấy, sau năm 2013. Lần này tôi sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức quy ước, Mô hình Gordon, sử dụng cổ tức thực tế gần nhất năm 2013 của S&P 500 làm cơ sở dự báo cổ tức sau năm 2013, cho thấy hai giả định thay thế về cổ tức sau năm 2013. Giả định thứ nhất, tôi cho rằng cổ tức thực tế sẽ tăng trưởng mãi mãi từ mức cổ tức được quan sát gần nhất, vào năm 2013, với cùng tốc độ tăng trưởng như trong mười năm gần đây nhất, 5,1% mỗi năm, theo đó mang lại giá trị P* của năm 2013 là 1.292. Ở giả định thứ hai, các tính toán là như nhau, nhưng tốc độ tăng trưởng cổ tức sau năm 2013 là tốc độ tăng trưởng trung bình nhân trong ba mươi năm qua, 2,5% một năm. Điều này mang lại giá trị vào năm 2013 là 669 cho P*. Cả hai có thể tương phản với giá trị thị trường thực tế của chỉ số S&P 500 trong năm 2013, dao động từ 1.494 đến 1.802.



Hình A.1

Chỉ số giá cổ phiếu tổng hợp S & P thực với hai giá trị hiện tại với tỉ lệ chiết khấu không đổi của cổ tức thực tiếp theo

Tích lũy theo chỉ số, 1871-2013

Hai giá trị hiện tại khác nhau trong giả định của chúng về tăng trưởng cổ tức sau năm 2013.

Chúng ta có nên lấy tăng trưởng cổ tức thực tế mười năm gần nhất làm hướng dẫn cho tương lai, thay vì 30 năm hoặc một số khoảng thời gian khác? Dữ liệu mười năm gần với chúng ta hơn, nhưng mười năm là một khoảng thời gian ngắn từ góc nhìn lịch sử và những năm từ 2003 đến 2013 là giai đoạn bất thường, bắt đầu với hậu quả của cuộc suy thoái năm 2001, và bao gồm cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất, và các gói kích cầu của chính phủ, kể từ cuộc Đại khủng hoảng. Những người duy lý chắc chắn sẽ tìm thấy lý do để phân biệt. Tệ hơn thế, không có cách nào khách quan để dự báo cổ tức trong nhiều thập kỷ, đó là lý do tại sao tôi biểu diễn cả hai ở đây, như một dấu hiệu không chắc chắn ngày nay về cổ tức trong tương lai, và tại sao khó có thể tưởng tượng rằng thị trường bằng cách nào đó dự báo tối ưu chính xác.

Lý do biểu diễn hai chuỗi P* khác nhau rõ ràng là, có sự không chắc chắn đáng kể về giá trị cổ tức hiện tại sau năm 2013, nhưng không có quá nhiều biến động từ năm này sang năm khác, như đã thấy ngày nay, về giá trị hiện tại theo sau của cổ tức những năm trước. Trong những năm trước, chẳng hạn trước năm 1980, 2013 là một tương lai xa và được chiết khấu rất nhiều, qua một loạt các giá trị cổ tức 2013 có thể có, không có nhiều khác biệt trong P*.

Một thực tế nổi bật là bằng cách giả định giá trị hiện tại của cổ tức (trên thang đo logarit được sử dụng trong hình) trông khá giống một đường tăng trưởng ổn định, trong khi thị trường chứng khoán dao động rất nhiều xung quanh nó. Tôi đã hỏi câu hỏi này vào năm 1981: Nếu, như lý thuyết thị trường hiệu quả khẳng định, giá thực tế là dự báo tối ưu ở bất kỳ ngày, tại sao thị trường chứng khoán lại biến động như vậy?

Những người khác nhau có những phản ứng khác nhau đối với mô hình này, nhưng một phản ứng phổ biến là mô hình thị trường hiệu quả $P_t = E_t(P_t^*)$ có vẻ không hợp lý ở đây. Tại sao giá nhảy vọt xung quanh rất nhiều nếu giá trị mà nó đang theo dõi chỉ là một xu hướng đơn giản như vậy? Chúng ta không buộc P_t phải luôn trơn tru (*smooth*) hơn so với P_t^*, vì nó phù hợp với mô hình rằng có thể có sự thay đổi đột ngột về giá

khi xuất hiện thông tin mới quan trọng về những thay đổi nhỏ trong xu hướng. Nhưng có vẻ như thông tin mới quan trọng sẽ chỉ xuất hiện hiếm khi, do bản chất trơn tru của cổ tức.

Để thấy vấn đề đối với các thị trường hiệu quả ở đây, hãy tưởng tượng rằng chuỗi dữ liệu có nhãn P_t^* không phải giá mà là nhiệt độ không khí và P_t là dự báo của nhà khí tượng học cho nhiệt độ t của ngày hôm đó. Chúng ta có thể có xu hướng dán nhãn dự báo thời tiết này là điên rồ. Mặc dù trong thị trường chứng khoán không có phản hồi ngay lập tức cho các nhà dự báo về lỗi dự báo, họ vẫn nên tránh việc điều chỉnh dự báo lên xuống thường xuyên, trừ khi có thông tin mới thực sự, và rõ ràng không có thông tin về điều gì đó thực sự xảy ra trong lịch sử thị trường chứng khoán.

Một điều rất cơ bản mà con số này tiết lộ là mô hình giúp mọi người về cơ bản biết trước tương lai, với đề xuất gần đúng, là sai thậm tệ trong tất cả các thời kỳ. Đôi khi mọi người cho rằng giá cổ phiếu thấp được thấy trong cuộc Đại suy thoái những năm 1930 là hợp lý bởi vì theo lý trí mọi người nhìn thiệt hại đối với cổ tức thực tế trong tương lai do Suy thoái. Nhưng, trên thực tế, vào thời điểm tồi tệ nhất của sự suy thoái của thị trường chứng khoán, năm 1932, cổ tức tiếp theo không duy trì ở mức thấp đủ lâu để làm giảm giá trị P^*_{1932}. Không có gì làm chệch hướng cổ tức thực trong một thời gian dài khỏi xu hướng tăng trưởng dài hạn vài phần trăm một năm.

Trong bài nghiên cứu ban đầu của tôi (1981a), tôi đã loại bỏ dữ liệu như được trình bày trong một bản sao của biểu đồ đó đăng trên trang web của Quỹ Nobel, vì tôi nghĩ giả định mọi người biết xu hướng này là hợp lý. Theo giả định đó, mô hình thị trường hiệu quả ngụ ý rằng phương sai xung quanh xu hướng sẽ ít hơn đối với P hơn là P*, điều này hoàn toàn không xảy ra trong Hình A.1. Nhưng nhiều nhà phê bình nghiên cứu của tôi đã phản ứng tiêu cực với giả định rằng xu hướng chủ yếu được biết đến.

Nói chung, những lời chỉ trích này cho rằng luôn có một số lý do để

nghĩ đường biểu diễn cổ tức cuối cùng có thể rời khỏi con đường tăng trưởng lịch sử của nó, rằng các nhà đầu tư đang đánh giá thông tin mới liên tục về khả năng đó, và họ hành xử lý trí khi làm như vậy ngay cả khi con đường tăng trưởng cổ tức không bao giờ đi lệch quá xa đường xu hướng. Điều này giả định rằng tất cả các biến động là kết quả từ thông tin xác thực về những sự kiện ngoại lệ kiểu "thiên nga đen" có thể xảy ra ở khoảng thời gian nào đó trong hơn một thế kỷ, nhưng đơn giản là không xảy ra. Một số lời chỉ trích liên quan đến khả năng chuỗi cổ tức có thể có nghiệm đơn vị (*unit root*), và do đó, xu hướng trơn tru rõ ràng chỉ là kết quả ngẫu nhiên, một điều không thể tiếp tục trong tương lai.11 Sự không chắc chắn về giá trị hiện tại của cổ tức sau năm 2013 như trong Hình A.1 nêu bật một vấn đề quan trọng. Tại mọi thời điểm trong lịch sử phải có một số sự không chắc chắn như vậy về cổ tức trong tương lai. Luôn có những yếu tố hoặc lý thuyết nổi bật mà những bộ óc sáng tạo có thể viện dẫn để gợi ý tỉ lệ tăng trưởng cổ tức cao hơn hoặc thấp hơn trong tương lai.

Ví dụ, liệu chúng ta có thể kể một câu chuyện thị trường hiệu quả về lý do tại sao thị trường chứng khoán thấp đến vậy trong cuộc Đại khủng hoảng không? Giá trị hiện tại của cổ tức thực tế trong tương lai không đặc biệt thấp trong khủng hoảng, nhưng có lẽ mọi người nghĩ rằng chúng sẽ thấp, do các lý thuyết hiện thời. Hoặc có thể họ nghĩ rằng chính phủ cuối cùng sẽ quốc hữu hóa thị trường chứng khoán mà không cần bồi thường. Người ta có thể nói rằng tin vào những câu chuyện như vậy rõ ràng không phải phi lý cũng chẳng điên rồ. Nhưng tại sao, sau đó, những câu chuyện này lại đến và đi theo thời gian, gây ra những biến động trên thị trường?

Các biến của mô hình giá trị hiện tại

Tất nhiên, như chúng ta đã lưu ý, khái niệm cơ bản về thị trường hiệu quả không nhất thiết đòi hỏi tỉ lệ chiết khấu cố định hoặc lợi nhuận dự báo được. Một biểu thức tổng quát hơn của thị trường hiệu quả sẽ cho

phép lãi suất chiết khấu phụ thuộc vào lãi suất một kỳ thay đổi theo thời gian (time-varying one-period rate of interest:

$$P_t = E_t(P_t^{*r}) = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \prod_{j=0}^{k} \frac{1}{(1 + r_{t+j} + \varphi)} D_{t+k}, \qquad (2)$$

Hoặc, trong một mô hình được đề xuất bởi LeRoy (1973) và Lucas (1978) và được phát triển bởi Grossman cùng Shiller (1981) và Hansen cùng Singleton (1983), nó có thể phụ thuộc vào mức tiêu dùng, sử dụng tỉ lệ thay thế cận biên trong các giai đoạn kế tiếp làm tỉ lệ chiết khấu:

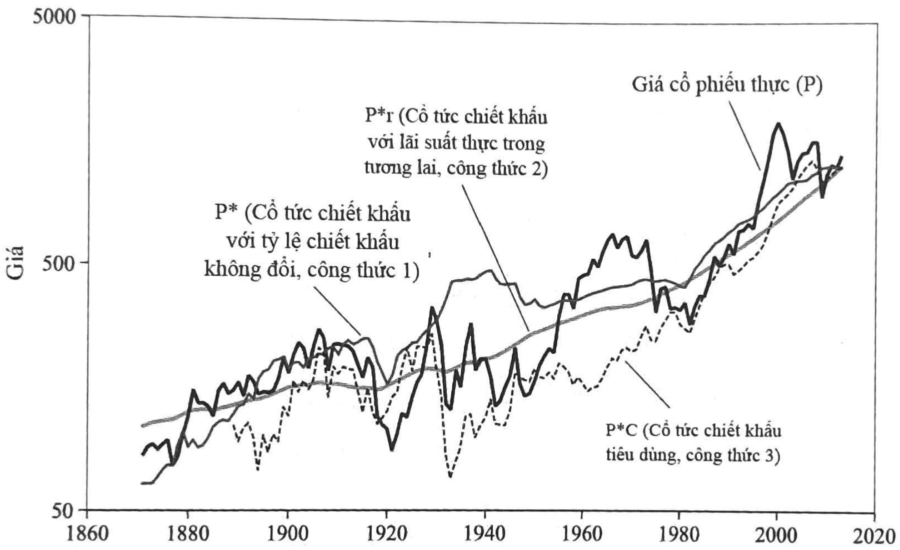
$$P_t = E_t(P_t^{*C}) = E_t \sum_{k=0}^{\infty} \prod_{j=0}^{k} M_{t+j} D_{t+k}, \qquad (3)$$

Với M_t là tỉ lệ thay thế cận biên giữa t và t + 1 (giả định A là mức lo ngại rủi ro tương đối (*relative risk aversion*) không thay đổi), chính là $\rho(Ct/Ct+1)^A$ và C_t là tiêu dùng bình quân đầu người thực.

Hình A.2 cho thấy giá cổ phiếu thực tế ở Hoa Kỳ và giá cổ phiếu dự kiến tương ứng với một trong ba phép đo lường. Một lần nữa, đồ thị cho thấy rằng có rất ít sự tương quan giữa giá duy lý sau khi sự kiện xảy ra và giá cổ phiếu thực tế. Mọi người đã không hành xử, trong việc thiết lập giá cổ phiếu, như thể họ biết tương lai của các biến này và phản ứng duy lý với kiến thức này. Hơn nữa, nếu chúng ta cho rằng họ không thực sự có kiến thức về tương lai, người ta sẽ tự hỏi tại sao giá cổ phiếu thực tế thay đổi theo thời gian, tương tự hoặc nhiều hơn giá cổ phiếu dự kiến.

Các nhà khoa học tiếp tục cố gắng sửa đổi mô hình dựa trên tiêu dùng để cải thiện sự phù hợp của nó, như Campbell và Cochrane (1999) và Lars Peter Hansen, trong Bài giảng Nobel (2013) của ông. Nhưng chưa có bất kỳ mô hình nào có thể đặt cùng với Hình A.2, đây là một minh chứng đầy cảm hứng của lý thuyết thị trường hiệu quả.

John Campbell và John Ammer (1993) đã thực hiện phép phân rã phương sai (theo nghiên cứu được phát triển trong Campbell 1991) của lợi nhuận thặng dư ngoài mong đợi bằng phương pháp chuỗi thời gian và dữ liệu sau chiến tranh của Hoa Kỳ. Việc phân rã dựa trên tuyến tính hóa loganit của mối tương quan giá trị hiện tại được sử dụng trong Campbell và Shiller (1988b).



Hình A.2

Chỉ số S&P thực với ba giá trị hiện tại của cổ tức thực tiếp theo Tích lũy theo chỉ số, 1871-2013

Tất cả ba giá trị hiện tại đều giả định tăng trưởng cổ tức thực tế 2003-2013 sẽ tiếp tục mãi mãi sau năm 2013. Ba giá trị hiện tại chỉ khác nhau trong chuỗi thời gian giả định của tỉ lệ chiết khấu.

e_{t+1} can be shown, with a terminal stationarity condition, as a tautology, to be the sum of three innovations:

$$e_{t+1} - E_t e_{t+1} = (E_{t+1} - E_t)\left\{\sum_{j=0}^{\infty} \rho^j \Delta d_{t+1+j} - \sum_{j=0}^{\infty} \rho^j r_{t+1+j} - \sum^{\infty} \rho^j e_{t+1+j}\right\}.$$

Sử dụng phân rã này và mô hình vectơ tự hồi quy ở công thức khác, với lợi nhuận của thị trường chứng khoán sau Thế chiến thứ II, Campbell và Ammer nhận thấy rằng các sai số (*innovations*) lợi nhuận thặng dư có độ lệch chuẩn lớn hơn hai hoặc ba lần so với độ lệch chuẩn của sai số trong tương lai tăng trưởng cổ tức. Do đó, biến động của thị trường chứng khoán chung đã bị chi phối bởi biến động của lợi nhuận dự đoán trong tương lai, chứ không phải bởi tin tức về cổ tức trong tương lai trả cho nhà đầu tư.

Giải thích về khả năng dự đoán lợi nhuận

Các nhà xã hội học đưa ra một cách giải thích khả dĩ về những kết quả này, lối giải thích phản ánh tư tưởng tồn tại hơn một trăm năm. Thị trường biến động tạo ra những tư duy khác nhau ở những thời điểm khác nhau, theo chủ nghĩa tư tưởng khác nhau. Émile Durkheim (1893) đã nói về "ý thức tập thể" đại diện cho niềm tin chung, thái độ và phán đoán đạo đức đặc trưng cho một giai đoạn lịch sử. Maurice Halbwachs (1925) đã nói về "ký ức tập thể", tập hợp các sự kiện được mọi người nhớ đến vào bất cứ thời điểm nào nhưng cuối cùng sẽ bị lãng quên nếu truyền miệng và truyền thông tin tức không liên tục củng cố trí nhớ của họ. Các phương tiện truyền thông có xu hướng nghiêng những câu chuyện của họ về những ý tưởng được quan tâm hiện tại, thay vì những sự thật hữu ích mà độc giả không còn thấy thú vị nữa. Chắc chắn việc quên đi những trải nghiệm trong quá khứ gây ảnh hưởng đến những đánh giá phổ biến. Có bao nhiêu người ngày nay có thể kể ra bất kỳ cảm tưởng nào về sự hoảng loạn tài chính năm 1907, hoặc về sự bùng nổ nhà ở vào cuối những năm 1940? Người ta có thể chặn bất cứ ai trên đường trong thời gian đó và người đó luôn có sẵn một bản tường trình chi tiết về sự kiện đó; còn bây giờ, hầu như tất cả mọi người sẽ đáp lời bằng một sự dửng dưng. Khi một bong bóng đang trong quá trình hình thành, việc chèn ép một số sự kiện và tô điểm những sự kiện khác (như trong chiến lược của những sinh viên hùng biện chiến thắng) xảy ra một cách tự nhiên thông qua sự phân rã của

ký ức tập thể, khi truyền thông và các cuộc nói chuyện phổ biến không còn củng cố ký ức về chúng, và sự khuếch đại về những sự thật khác thông qua những câu chuyện được tạo ra bởi các sự kiện thị trường.

Hầu như không có lý khi cho rằng giá đầu cơ sử dụng hiệu quả tất cả thông tin về xác suất của cổ tức trong tương lai. Điều đáng tin cậy hơn nhiều là sự thay đổi giá thị trường chứng khoán chung phản ánh nhận thức không hằng định: những thay đổi mà Keynes gọi bằng thuật ngữ "tinh thần động vật", thay đổi làm lây nhiễm suy nghĩ của hầu hết những người sành sỏi thị trường. Keynes đã lường trước điều này trong *Treatise on Probability* (tạm dịch: Chuyên luận về Xác suất) năm 1921 của mình, khẳng định rằng xác suất không thể đo lường chính xác theo nghĩa của lý thuyết quyết định cho rằng luôn có sự mơ hồ. Ông nói rằng vì những sự mơ hồ cơ bản này, nên trong các giao dịch tài chính, chắc chắn có một "yếu tố thất thường". Các quyết định quan trọng được đưa ra dựa trên sự thúc đẩy hơn là tính toán. Người ta có thể đã thực hiện các tính toán về xác suất, nhưng người ta thường không hoàn toàn tin vào tính toán của riêng mình mà lại tiến hành theo trực giác mách bảo.

Trong một bài nghiên cứu tài chính hành vi đầu tiên của tôi, "Stock Prices and Social Dynamics" (Giá cổ phiếu và Động lực xã hội) (1984), tôi đã đề xuất một mô hình giá trị hiện tại dự kiến khác để xem xét như một mô hình của giá cổ phiếu, mặc dù đó là một mô hình mà chúng ta không thể quay về năm 1871 như đã làm với ba mô hình hiện tại dự kiến ở trên, bởi vì nó phụ thuộc vào một yếu tố thay đổi theo thời gian mà không thể định lượng khách quan, ít nhất là cho đến nay. Tôi đã cố gắng đo lường một yếu tố thị trường chứng khoán như thế này bằng các kỹ thuật khảo sát, đối với các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, nhưng chỉ bắt đầu từ năm 1989. Có những khảo sát khác về tâm lý nhà đầu tư, nhưng kết quả hầu như không rõ ràng. Các khảo sát của tôi về các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức bắt đầu từ năm 1989, cũng như các cuộc khảo sát của tôi với Karl E. Case về người mua nhà bắt đầu từ năm 1988, đang được Trường Quản lý Yale tiếp tục thực hiện.

Ba mươi năm trước tôi đã gọi yếu tố chưa được đo lường này là "nhu cầu về cổ phiếu của các nhà đầu tư thông thường", nhưng ngày nay chúng ta gọi nó là tinh thần động vật, A_t. A_t đại diện cho nhu cầu về cổ phiếu trên mỗi cổ phiếu đang lưu hành tại thời gian t về phía tất cả những người không phải đồng tiền khôn, họ không thực sự chú ý, không có hệ thống, không tham gia vào nghiên cứu, mà được hậu thuẫn bởi thông tin tình cờ gặp phải. Họ chắc chắn là phần đông các nhà đầu tư, và giả sử, đưa mô hình này đến mức cực đoan, rằng ý kiến của họ phản ánh không gì khác hơn là thay đổi mang tính nhất thời, chuyện phiếm, và phản ứng thái quá với những câu chuyện tin tức không liên quan. A_t gần như chậm chạp thay đổi theo thời gian (thông thường mọi người không đồng loạt thay đổi ý kiến ngây thơ của mình dựa trên điều cỏn con).

Ý tưởng cốt lõi ở đây là cũng có những nhà đầu tư rành thị trường, những người không bị ảo tưởng mà luôn thận trọng khi đầu tư vào thị trường chứng khoán. Họ phải thận trọng không chỉ vì cổ tức trong tương lai không được biết chắc chắn mà còn bởi vì các nhà đầu tư bình thường khá khó đoán, và hành vi thất thường của họ có thể gây ra thay đổi giá, từ đó dễ gây ra tổn thất trên thị trường cho những nhà đầu tư đồng tiền khôn nếu họ đầu tư quá nhiều vào thị trường đó. Đối với các nhà đầu tư đồng tiền khôn này, thông tin liên tục xuất hiện về các giá trị tương lai có thể xảy ra của A_t, và, như với tất cả các thông tin mới thực sự, thông tin mới này không có tương quan với nhau và không thể đoán trước theo thời gian. Tôi cho rằng nhu cầu trên mỗi cổ phần đối với những cổ phiếu bởi những nhà đầu tư đồng tiền khôn tương đương với lợi nhuận thặng dư kỳ vọng duy lý của họ trên thị trường chứng khoán ngoài lợi nhuận phi rủi ro thay thế r, mà tôi đơn giản hóa thành giá trị không đổi theo thời gian, còn phần chênh lệch chia cho yếu tố rủi ro không đổi. Hai nhu cầu, nhu cầu của các nhà đầu tư thông thường cộng với nhu cầu của nhà đầu tư đồng tiền khôn, phải hợp lại thành một để đại diện cho thị trường. Việc giải quyết mô hình kỳ vọng duy lý cho chúng ta mô hình giá trị hiện tại thứ tư:

$$P_t = E_t(P_t^{*A}) = E_t\sum_{k=0}^{\infty}\frac{1}{(1+r+\varphi)^{k+1}}(D_{t+k} + \varphi A_{t+k}). \qquad (4)$$

Nếu φ = 0, nhà đầu tư đồng tiền khôn chiếm ưu thế; phương trình này quay về phương trình (1) ở trên. Khi φ đi đến vô cực, nhà đầu tư đồng tiền khôn thoát ra, nó sụp đổ xuống Pt = At, các nhà đầu tư bình thường hoàn toàn quyết định giá. Chính giá trị trung gian φ của gây chú ý. Trong trường hợp trung gian này, giá có thể có khả năng dự đoán thấp từ ngày này sang ngày hoặc tháng này sang tháng khác, phù hợp với lý thuyết thị trường hiệu quả, ngay cả khi tinh thần động vật chi phối các bước dịch chuyển lớn của P_t. Sự dao động chậm của A_t có thể tạo ra sự dao động chậm trong giá cổ phiếu (có lẽ được gọi là thị trường giá lên hoặc giá xuống kéo dài nhiều năm) mặc dù dịch chuyển giá hàng ngày gần như không tương quan qua thời gian. Giá đang phản ứng với tin tức về tinh thần động vật, chứ không chỉ tin tức về cổ tức trong tương lai. Các kiểm định nghiên cứu sự kiện, được mô tả ở trên, kiểm tra phản ứng của thị trường theo thời gian với tin tức, như các sự kiện chia tách cổ phiếu. Chúng có thể xuất hiện dưới dạng hỗ trợ cho các thị trường hiệu quả hỗ trợ, trong đó phần lớn ảnh hưởng của sự kiện đối với cả hai cổ tức và tinh thần động vật sẽ được đưa vào giá ngay khi sự kiện trở thành tin tức đối với đồng tiền khôn, chứ không phải khi sự kiện thực sự xảy ra.

Có một tranh luận quan trọng khác được sử dụng rộng rãi cho các thị trường hiệu quả, rằng mô hình (4) với giá trị trung gian của φ không thể thể hiện trạng thái cân bằng ổn định vì nhà đầu tư đồng tiền khôn sẽ ngày càng giàu hơn và cuối cùng chiếm lĩnh thị trường, và φ sẽ về giá trị 0. Trên thực tế, điều này thường không xảy ra, vì vòng tuần hoàn tự nhiên trong các khả năng của nhà đầu tư: những người rành thị trường thường không bắt đầu với nhiều tiền và họ phải mất nhiều năm để tích đủ tài sản có thể gây ảnh hưởng đến thị trường; trong khi đó họ già đi và đến tuổi nghỉ hưu, hoặc họ mất hứng thú thực hiện công việc theo đuổi lợi nhuận

của mình sau khi họ có đủ của cải để sống thoải mái. Thị trường sẽ đủ hiệu quả để những lợi thế đánh bại thị trường trở nên bé nhỏ, không chắc chắn và chậm đền đáp cho những nỗ lực bỏ ra mà hầu hết những người thông minh sẽ dành thời gian cho những việc có ý nghĩa cá nhân hơn, như quản lý một công ty, lấy bằng tiến sĩ tài chính hoặc một số hoạt động thú vị khác, để lại thị trường đáng kể cho các nhà đầu tư thông thường. Trong vòng đời bình thường của mình, các nhà đầu tư đồng tiền khôn thực sự không thể tích đủ kinh nghiệm thành công để chứng minh cho các nhà đầu tư thông thường rằng họ có thể quản lý tiền của mình một cách hiệu quả: họ phải mất quá nhiều năm và có quá nhiều sự bất định về yếu tố cơ bản để họ có thể làm điều đó một cách chắc chắn, và trước khi kịp chứng tỏ bản thân, họ có thể đã mất ý chí hoặc khả năng tiếp tục (Shiller 1984, Shleifer và Vishny 1997).

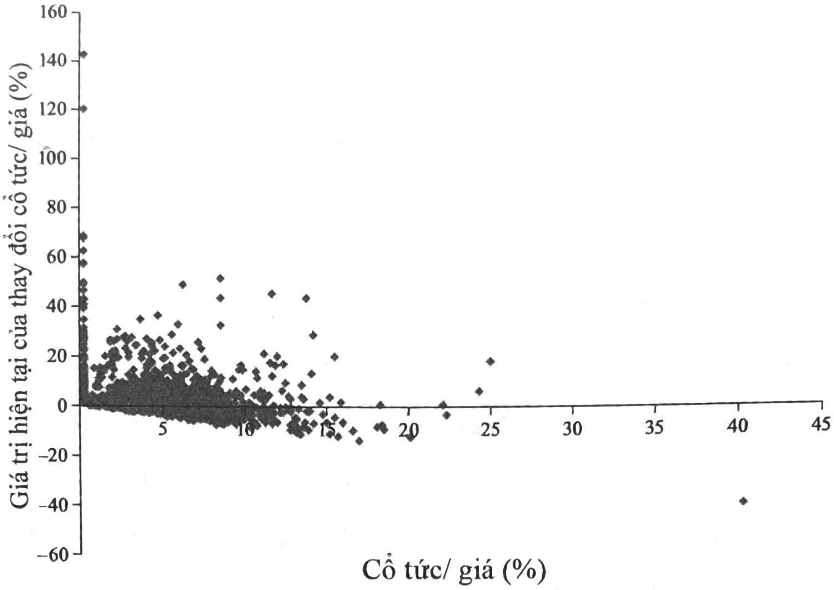
Cổ phiếu riêng lẻ

Tuy nhiên, những kết luận về thị trường chứng khoán tổng hợp không áp dụng hoàn toàn cho các cổ phiếu riêng lẻ. Paul Samuelson đã khẳng định rằng thị trường hiệu quả xét về vi mô nhưng không hiệu quả với vĩ mô. Đó là vì các biến của giá cổ phiếu riêng lẻ bị chi phối bởi thông tin mới thực tế về cổ tức tiếp theo, còn các biến của thị trường chứng khoán tổng hợp bị chi phối bởi bong bóng.

Tuomo Vuolteenaho (2002), sử dụng phương pháp tương tự như Campbell và Ammer, đã kết luận rằng đối với các cổ phiếu riêng lẻ, phương sai của tin tức lợi nhuận kỳ vọng xấp xỉ một nửa so với phương sai của tin tức dòng tiền. Đối với lợi nhuận loganit của chứng khoán riêng lẻ được điều chỉnh theo thị trường (lợi nhuận loganit trừ đi lợi nhuận loganit trung bình tại một thời điểm), phương sai của tin tức lợi nhuận kỳ vọng chỉ bằng 1/5 so với phương sai của tin tức dòng tiền. Do đó, bong bóng và sự bùng nổ của chúng không thể có tác động nhỏ hơn đến lợi nhuận của các cổ phiếu riêng lẻ và hầu hết sự thay đổi trong lợi nhuận của chúng đến từ tin tức về các khoản thanh toán trong tương lai mà các công ty sẽ thực hiện.

Trong một bài nghiên cứu năm 2005 tôi viết cùng Jeeman Jung, qua việc xem xét các tập hợp dữ liệu dài hạn của các cổ phiếu đã sống sót mà không có sự thay đổi vốn đáng kể trong hơn nửa thế kỷ, chúng tôi đã đưa ra kết luận tương tự. Để tạo ấn tượng trực quan về lý thuyết thị trường hiệu quả hoạt động hữu hiệu như thế nào đối với các công ty riêng lẻ, chúng tôi cảm thấy rằng mình có thể hiển thị mức tăng trưởng cổ tức có thể dự đoán được từ tỉ suất cổ tức. Lý thuyết thị trường hiệu quả đơn giản cho thấy rằng các công ty có tỉ suất cổ tức tương đối thấp, trong những năm tới, cuối cùng sẽ cho thấy mức tăng cổ tức cao hơn như là một phần nằm trong giá hôm nay. Để tạo ra một sơ đồ trực quan như vậy theo các thuật ngữ đơn giản như vậy, chúng tôi đã tìm kiếm các công ty tồn tại lâu dài (mặc dù quy trình như vậy có nguy cơ sai lệch lựa chọn do dữ liệu phân tích không đạt đến sự ngẫu nhiên phù hợp).

Chúng tôi đã tìm thấy tất cả các công ty trên dữ liệu lưu trữ của Trung tâm Nghiên cứu Giá An ninh (CRSP) vẫn còn tồn tại và không bị gián đoạn từ năm 1926 đến năm 1976. Chỉ có 49 công ty này, mang lại cho chúng tôi 2.499 quan sát giai đoạn 1926-1976. Mỗi điểm trên phân tán trong Hình A.3 biểu diễn giá trị hiện tại của những thay đổi trong cổ tức trong 25 năm tới (tính bằng đô la và được chiết khấu bởi lợi nhuận thị trường chứng khoán trung bình lịch sử) chia cho giá đô la hiện tại, so với (Dt-1)/P tức cổ tức hiện tại chia cho giá hiện tại. Các thị trường hiệu quả với tỉ lệ chiết khấu không đổi, phương trình (1), ngụ ý, nếu không có vấn đề gì với việc cắt bỏ giá trị hiện tại ở 25 năm, rằng một đường hồi quy qua các điểm này sẽ có độ dốc âm một và số hạn không đổi bằng tỉ lệ chiết khấu không đổi. Nói cách khác, nếu thị trường hoạt động hiệu quả, tỉ suất cổ tức cao đối với một cổ phiếu cụ thể hôm nay chỉ xảy ra nếu mọi người có lý do thực sự để kỳ vọng cổ tức sẽ giảm, và do đó nảy sinh nhu cầu được bù đắp cho khoản lỗ trong tương lai nếu họ phải giữ các cổ phiếu ngày hôm nay. Tương tự, cổ phiếu có tỉ suất cổ tức thấp phải là những cổ phiếu có bằng chứng xác thực rằng cổ tức sẽ tăng trong tương lai, cuối cùng sẽ bù đắp cho các nhà đầu tư ngày hôm nay cho tỉ suất lợi nhuận cổ tức thấp mà họ đang nhận.



Hình A.3

Giá trị hiện tại của những thay đổi trong tương lai về cổ tức được vạch ra so với tỉ lệ giá cổ tức cho bốn mươi chín cổ phiếu cá nhân của Hoa Kỳ, 1926-1976

Nguồn: Jung và Shiller (2005).

Độ dốc ước tính của đường bám theo xu hướng phân tán này là -0,5, cách xa mức lý tưởng -1 nhưng đạt giá trị âm như kỳ vọng. Tỉ suất cổ tức dự đoán thay đổi cổ tức tiếp theo theo đúng hướng cho các công ty này. Các công ty cổ tức bằng không (mà người ta có thể thấy được kéo dài dọc theo trục tung) có xu hướng tăng trưởng cổ tức tiếp theo khá cao so với giá cả. Quan sát ngoài cùng bên phải, tương ứng với công ty Schlumberger vào năm 1931, một công ty đã cố gắng duy trì cổ tức của mình mặc dù tài sản giảm trong Đại suy thoái với khoản thanh toán cổ tức bằng 40% giá hiện thời. Mọi người trên thị trường sau đó dường như nhận ra rằng công ty không thể tiếp tục trả cổ tức như vậy, không có một cổ tức đáng kể nào tồn tại trong thời gian rất dài, mà phải phản ánh tin tức về tỉ suất cổ tức khoảng 40%. Họ đã đúng khi làm điều này, như chúng ta thấy ở thực tế. Trong các công ty riêng lẻ đôi khi có rất nhiều hành động trong các tỉ lệ và hành động trên thực tế thường phản ánh tin tức thực sự về dòng tiền trong tương lai. Đó là một ví dụ về loại tin tức đặc trưng về các công ty riêng lẻ

làm cho mô hình thị trường hiệu quả trở thành phép xấp xỉ hữu ích thực tế cho các công ty riêng lẻ.

Giá bất động sản

Thị trường bất động sản có giá trị lớn hơn so với toàn bộ thị trường chứng khoán. Theo Tài khoản Tài chính của Hoa Kỳ (Financial Accounts of the United States), vào năm 2013, giá trị bất động sản thuộc sở hữu của các hộ gia đình và tổ chức phi lợi nhuận là 21,6 nghìn tỷ đô la, trong khi nắm giữ cổ phần của công ty, dù trực tiếp hay gián tiếp, chỉ có giá trị thị trường 20,3 nghìn tỷ đô la.

Tuy nhiên, khi lần đầu tiên tôi hợp tác với Karl Case trong nghiên cứu chung về giá bất động sản, vào những năm 1980, chúng tôi thấy rằng hầu như không có nghiên cứu học thuật nào từng thực hiện về hiệu quả của thị trường bất động sản. Tình trạng kiến thức về các thị trường này rất tệ. Dưới ảnh hưởng của một giả định được chấp nhận rộng rãi vào thời điểm đó rằng tất cả các thị trường phải hiệu quả, nhiều nhà kinh tế, ít nhất là trong các tuyên bố phổ biến của họ, dường như cho rằng thị trường bất động sản cũng phải hiệu quả. Giả định này dường như khá sai lầm, dựa trên bằng chứng giai thoại thu nhập ngẫu nhiên và phần lời dựa vào lời khai cá nhân) cho thấy giá bất động sản hoàn toàn không xấp xỉ bước đi ngẫu nhiên, như trường hợp của cổ phiếu, nhưng thường có xu hướng đi theo hướng tương tự, cho dù lên hay xuống, hết lần này đến lần khác trong nhiều năm. Case và tôi quyết định thử kiểm tra hiệu quả của thị trường này đối với nhà ở một gia đình, nhưng nhanh chóng phát hiện ra tầm quan trọng của một yếu tố kìm hãm nghiên cứu: mua bán nhà riêng không thường xuyên, với khoảng cách giữa những lần bán nhà không được tính trong vài phút như chứng khoán, mà trong nhiều năm hoặc nhiều thập kỷ. Người ta không thể thực hiện bất kỳ kiểm định phổ biến nhất về hiệu quả với dữ liệu đó. Không có kiểm tra chạy (runs-test) hoặc nghiên cứu sự kiện nào có thể thực hiện được với nhà ở cá nhân, và vì vậy các kiểm định về hiệu quả thị trường sẽ phải dựa trên các chỉ số.

Có một số chỉ số giá nhà có sẵn khi ấy, nhưng nó gặp vấn đề nghiêm trọng. Giá bán trung bình của các ngôi nhà hiện có được công bố bởi Hiệp hội Bất động sản Quốc gia, nó thường biến động lên xuống một cách thất thường. Đó chỉ là giá trung bình của nhà ở nào đang bán tại thời điểm này và nó không được kiểm soát với bất kỳ thay đổi nào trong thành phần bán nhà. Hơn nữa, có vẻ như các loại nhà khác nhau được bán trong các tháng khác nhau. Chúng tôi nghi ngờ thành phần theo mùa rất mạnh, khi những người bán vào mùa hè, cùng với thời điểm nhập học và thị trường việc làm, thường có những ngôi nhà lớn hơn hoặc chất lượng cao hơn, có giá cao hơn. Vào thời điểm đó cũng xuất hiện "Giá bán ngôi nhà mới xây", được gọi là "Chỉ số chất lượng cố định", do Cục điều tra dân số Hoa Kỳ tạo nên, xét trên những thứ không đổi như diện tích sàn và số phòng ngủ, nhưng một lần nữa rõ ràng là không đáng tin cậy để kiểm định hiệu quả thị trường theo thời gian, vì nó dựa trên các ngôi nhà khác nhau mỗi quý, bất cứ ngôi nhà nào và địa điểm vừa được xây trong quý đó.

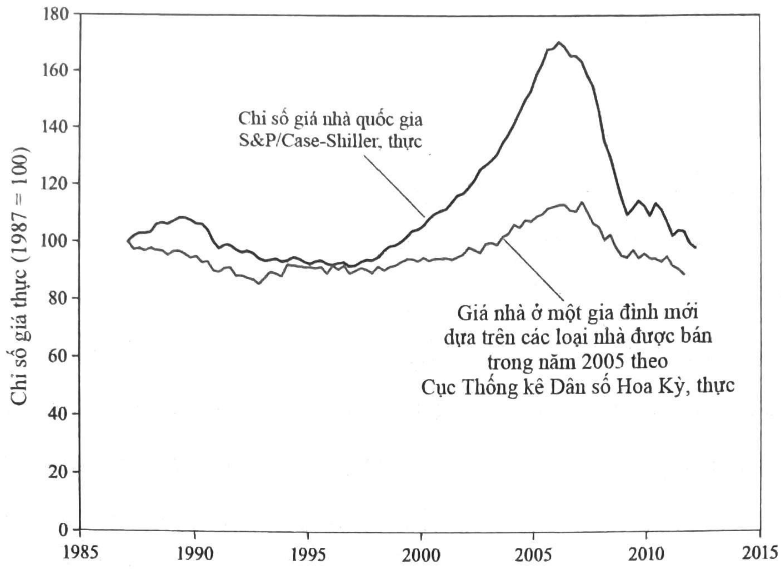
Vì vậy, Case và tôi đã xây dựng chỉ số giá nhà tái hiện thực của riêng chúng tôi dựa trên chỉ số ý tưởng của anh ấy (Case 1986) và sau đó dựa trên phương pháp mà chúng tôi đã nghĩ ra rằng chỉ thay đổi giá từ sự thay đổi giá luận ra (inferred price changes) chỉ của từng ngôi nhà hiện tại (Case và Shiller 1987, 1989, 1990). Chúng tôi đã chỉ ra làm thế nào một chỉ số hàng quý có thể được tính toán ngay cả khi nhà bán ít thường xuyên hơn so với hàng quý. Chúng tôi heteroscedasticity phát hiện ra rằng ý tưởng của Case phần lớn được dự đoán bởi Bailey, Muth và Nourse (1963), nhưng chúng tôi đã có một số cải tiến, xem xét tốt hơn về phương sai thay đổi. Sau đó, tôi đã làm chỉ số theo số học authmetic và giá trị có trọng số, như là các chỉ số giá cổ phiếu nổi bật nhất (Shiller 1991). Cùng với sinh viên cũ của tôi, Allan Weiss, chúng tôi đã thành lập Case Shiller Weiss, Inc., vào năm 1991 và chúng tôi là người đầu tiên tạo ra các chỉ số tái tiêu thụ trong thời gian thực trên tạp chí khoa học và chúng tôi đã áp dụng các chỉ số này để thiết lập mô hình định giá tự động cho nhà

ở một gia đình (Shiller và Weiss 1999a). Các chỉ số của chúng tôi hiện được công bố bởi CoreLogic, Inc. và các chỉ số chính được quản lý bởi Standard & Poor Waste Corporation.

Biểu đồ chỉ số quốc gia hàng quý của chúng tôi được điều chỉnh theo lạm phát CPI thể hiện trong Hình A.4, cùng với chỉ số chất lượng không đổi điều tra dân số, cũng được chuyển đổi về giá trị thực.

Chỉ cần xử lý những dữ liệu này và minh họa bằng biểu đồ, như trong Hình A.4, mang lại cho chúng ta một số bất ngờ. Trước hết, dữ liệu giá nhà nói chung cực kỳ trơn tru theo thời gian, ngoại trừ một lượng nhỏ biến thể mang tính thời vụ. Giá nhà thực sự trải qua nhiều năm tăng giá và rồi nhiều năm giảm giá. Vì vậy, mô hình bước đi ngẫu nhiên của hành vi giá nhà thậm chí không đạt mức độ gần đúng với giá nhà (Case và Shiller 1988). Giá nhà dường như được mô tả theo mô hình (4) ở trên, với tham số φ cực kỳ lớn, do đó, nhà đầu tư đồng tiền khôn, những người có thể ra vào thị trường nhanh chóng để phản ứng với tin tức, hầu như không phải là yếu tố tác động.

Thứ hai, mặc dù không rõ lần đầu tiên chúng tôi tính toán các chỉ số này là khi nào, nhưng những dữ liệu này cho thấy rõ ràng từ thời điểm hiện tại rằng có sự bùng nổ lớn về giá nhà sau năm 2000 mà không thể thấy rõ từ Chỉ số chất lượng cố định. Sự bùng nổ đó có phạm vi và cường độ chưa từng có trong hơn một trăm năm lịch sử Hoa Kỳ (Shiller 2005). Tại sao sự bùng nổ và sụp đổ giá nhà sau năm 2000 lại nổi bật hơn nhiều trong chỉ số giá nhà tái tiêu thụ của chúng tôi? Những ngôi nhà mới được xây dựng ở những nơi khả thi và có lợi nhuận, điển hình là bên ngoài các khu vực đô thị tắc nghẽn, nơi sự thay đổi giá có thể rõ rệt nhất, và do đó mức độ của chúng theo thời gian có thể gần như được xác định bởi chi phí xây dựng đơn giản. Do đó, việc thu thập dữ liệu của chúng tôi không chỉ cho thấy sự thiếu hiệu quả của thị trường, mà cả dao động giá lớn hơn nhiều.



Hình A.4

Cả hai chỉ số được chỉnh tỉ lệ thành 1987 = 100

Sự kém hiệu quả mà chúng tôi ghi nhận trong giá nhà một hộ gia đình (*single-family home*) liên quan đến điều kiện thị trường, và vì vậy sự hiệu quả phải phù hợp với những thay đổi trong thể chế thị trường. Sự kém hiệu quả của thị trường nhà một hộ gia đình so với của thị trường chứng khoán một phần bắt nguồn từ chi phí giao dịch tương đối cao hơn nhiều trong thị trường nhà. Nhà giao dịch chuyên nghiệp muốn ra vào thị trường nhà một hộ gia đình, để kiếm lợi nhuận từ biến động giá có thể dự đoán được, sẽ tốn kém hơn nhiều. Rất khó để thực hiện bán khống từng ngôi nhà bị định giá cao. Thêm vào đó, mua và bán nhà riêng lẻ có thể không hiệu quả cho các chuyên gia vì lý do: chi phí đọng vốn do nắm giữ nhà cao; thu nhập cho thuê thấp; rủi ro đạo đức của người thuê nhà, những người có tương đối ít động lực để chăm sóc tài sản; và khó theo kịp tất cả các yếu tố địa phương có thể thay đổi nhu cầu về nhà ở, do đó các nhà đầu tư tổ chức từ xa sẽ có nguy cơ trở thành là kẻ thua cuộc không biết gì. Một số nhà đầu tư tổ chức có tin tức gần đây, nghĩ rằng họ có thể tồn tại và kiếm tiền trong thị trường này. Chúng ta sẽ xem liệu họ có thành công hay không.

Chúng tôi nghĩ rằng hiệu quả thị trường có thể cải thiện nếu chỉ số giá nhà có thể giao dịch được (Case, Shiller và Weiss 1993). Nghiên cứu với Standard & Poor, cùng những cộng sự trong công ty MacroMmarket LLC của mình, chúng tôi đã giúp Sàn giao dịch Chicago Mercantile lên kế hoạch thiết lập thị trường tương lai dựa trên chỉ số của chúng tôi cho mười thành phố của Hoa Kỳ. Những thị trường này đã được tung ra vào năm 2006 và vẫn giao dịch cho đến ngày hôm nay, mặc dù không gần với khối lượng giao dịch mà chúng tôi hy vọng sẽ thấy ở những thị trường này. Chúng tôi hy vọng rằng việc tạo ra những thị trường mới này sẽ thay đổi bản chất của giá cả trên thị trường bất động sản, với phát hiện giá khiến cho giá nhà hoạt động giống như bước đi ngẫu nhiên mà lý thuyết thị trường hiệu quả gợi ý.

Thị trường bất động sản vẫn cực kỳ kém hiệu quả trên toàn thế giới. Chúng ta chỉ có thể mong đến ngày khi các thị trường thanh khoản hỗ trợ nhiều giao dịch hơn, nhờ vậy có thể cho phép một cái gì đó gần hơn với các thị trường hiệu quả mà các nhà lý thuyết đã dự kiến.

Nếu chúng ta đạt được những cải thiện về hiệu quả như vậy, trong thị trường bất động sản, chứng khoán hoặc bất kỳ thị trường đầu cơ nào, sẽ hữu ích nhất khi hiểu nguyên nhân gây ra sự kém hiệu quả của thị trường, và điều đó đòi hỏi phải nghiên cứu nghiêm túc từ quan điểm rộng lớn được cung cấp bởi tập hợp các ngành khoa học khác ngoài kinh tế.

Tài chính hành vi và kinh tế học hành vi

Cuộc cách mạng kinh tế học hành vi, đưa tâm lý học và các ngành khoa học xã hội khác vào kinh tế học, đã chứng kiến sự khởi đầu đầu tiên vào những năm 1980 nhưng không thu hút sự chú ý của công chúng cho đến những năm 1990. Richard Thaler và tôi bắt đầu các hội thảo kinh tế học hành vi của chúng tôi tại Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia năm 1991, và từ đó tài chính hành vi đóng vai trò chủ đạo. Có một số khảo sát về nghiên cứu tài chính hành vi, đáng chú ý là Shleifer (2000), Barberis và Thaler (2003), Shiller (2003), Shefrin (2008), và Baker và Wurgler (2011).

Cuộc cách mạng tài chính hành vi dường như bắt đầu từ bằng chứng về sự kém hiệu quả của thị trường mà bấy giờ trông có vẻ nghiêm trọng. Một khi chúng ta thừa nhận rằng lý thuyết thị trường hiệu quả không có yêu cầu đặc biệt về ưu tiên xác định giá, chúng ta có cái nhìn thấu cảm hơn với các yếu tố khác để hiểu biến động của thị trường. Các nghiên cứu dị thường thực sự chỉ ra một số yếu tố kỳ quặc đóng một vai trò quan trọng. Benos và Jochec (2013) đã chỉ ra rằng lòng yêu nước ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, trong đó chứng khoán Hoa Kỳ có chữ America(n) (nước Mỹ hoặc thuộc nước Mỹ), hay USA trong tên của họ kiếm được lợi nhuận bất thường 6% mỗi năm trong thời chiến. Saunders (1993) phát hiện ra rằng thời tiết ở New York ảnh hưởng đến giá cổ phiếu. Nếu những điều không liên quan như vậy ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, sẽ không có gì ngạc nhiên nếu các lý thuyết hợp lý hơn nhưng nửa vời (về ngân hàng trung ương, chính sách tài khóa, giá năng lượng, tương lai của chủ nghĩa tư bản,...) cũng sẽ ảnh hưởng đến giá cả thị trường.

Hầu hết các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán không chú ý nhiều đến các chỉ số cơ bản của giá trị. Chúng ta có thể lập luận rằng lơ đễnh của họ trong đâu đó có phần duy lý, vì có một chi phí để thu thập thông tin. Christopher Sims (2003) đã nghĩ ra một mô hình lơ đễnh duy lý. Nhưng thật khó để tin rằng sự lơ đễnh của họ là có hệ thống và được suy nghĩ thấu đáo.

Lịch sử ban đầu của tài chính hành vi

Tài chính hành vi cho đến những năm 1980 hầu hết chỉ dừng lại ở cộng đồng các nhà phân tích đầu tư, những người thường không thu hút được sự chú ý trong giới học thuật, và những người thường không thu thập tài liệu nghiên cứu từ khoa học xã hội. Tuy nhiên, có một số “viên ngọc quý” từ thời kỳ này. Đáng chú ý trong số các nhà phân tích này là Benjamin Graham và David Dodd. Trong ấn bản năm 1940 của cuốn sách Phân tích chứng khoán, họ đưa ra phương pháp đầu tư của mình dựa trên những quan sát về “sự thiếu hiểu biết, lòng tham của con người,

tâm lý đám đông, chi phí giao dịch, gian lận xúc xắc bởi người trong cuộc và người thao túng".

Keynes đưa ra quan điểm về thị trường đầu cơ đi trước thời đại. Trong cuốn sách xuất bản vào năm 1936 của mình *The General Theory of Employment, Interest and Money* (tạm dịch: Lý thuyết chung về việc làm, lãi suất và tiền), Keynes đã mô tả thị trường đầu cơ giống như một cuộc thi mà ông thấy được một tờ báo địa phương cung cấp cho độc giả. Phép ẩn dụ của ông được gọi rộng rãi là lý thuyết "cuộc thi sắc đẹp" Keynes về thị trường chứng khoán. Mỗi độc giả được mời xem qua một trăm bức ảnh về những khuôn mặt xinh đẹp và gửi danh sách sáu người mà anh ấy nghĩ là đẹp nhất. Người chiến thắng sẽ là người có danh sách tương ứng gần nhất với những gương mặt nổi tiếng nhất trong số tất cả các danh sách sáu người đọc gửi đến. Tất nhiên, để giành chiến thắng trong cuộc thi này, một người có lý trí sẽ không chọn hướng dẫn theo sở thích cá nhân. Thay vào đó, người ta nên chọn sáu khuôn mặt mà họ cho rằng người khác sẽ nghĩ đẹp nhất. Thậm chí tốt hơn, người ta nên chọn những khuôn mặt mà họ nghĩ rằng người khác cho là đẹp nhất, hoặc người ta nên chọn khuôn mặt mà họ nghĩ rằng người khác nghĩ những người khác suy luận người khác cho là đẹp nhất. Điều tương tự cũng đúng với đầu tư thị trường chứng khoán. Theo Keynes, "tôi tin rằng, có một số người thực hành các mức độ thứ tư, thứ năm và cao hơn", mức độ xa thực tế hơn được thể hiện trong phương trình (4) ở trên. "Đó là cách thị trường đầu cơ hoạt động", Keynes nói. Những người tham gia tích cực đang cố gắng mua vào dựa vào dự đoán của họ về định giá tài sản quy ước trong tương lai gần, chứ không phải giá trị thực.

Một ý tưởng quan trọng của Keynes là việc định giá tài sản dài hạn thường là vấn đề của quy ước, giống như các đánh giá về vẻ đẹp khuôn mặt. Ở mức giá mọi người nhìn chung chấp nhận là giá trị quy ước và được gắn vào ý thức tập thể, sẽ gắn bó với giá trị thực trong một thời gian dài, ngay cả khi lợi nhuận thực tế không đạt như mong đợi trong một thời gian dài. Nếu lợi nhuận của một tài sản được thống kê thành bảng

biểu chi tiết và gây thất vọng đủ lâu, mọi người cuối cùng sẽ học cách thay đổi quan điểm của họ, nhưng quá trình có thể tốn nhiều năm trong đời họ. Và nhiều tài sản, chẳng hạn như nhà ở của chủ sở hữu, không có lợi nhuận được đo lường rõ ràng, trong khi đó "định giá quy ước" nhầm lẫn dựa trên một lý thuyết phổ biến bị lỗi có thể tồn tại vô thời hạn. Những lợi thế đầu tư giả định của việc sống trong nhà ở một gia đình rộng rãi đất đai đắt đỏ, gần một thành phố lớn, thay vì thuê một căn hộ rẻ hơn và thuận tiện hơn trong một tòa nhà cao tầng đô thị, có thể không tồn tại, nhưng hầu hết mọi người sẽ không bao giờ nhận ra điều đó.

Định giá quy ước có thể là một hiện tượng rất tinh tế khó có thể phát hiện tại bất kỳ thời điểm nào, phản ánh các lý thuyết phổ biến bấy giờ được nhiều người nhận thức, những người chưa bao giờ nghiên cứu các lý thuyết, mà chỉ phản ánh trí tuệ của những người được đào tạo bài bản. Trong một cuộc thi sắc đẹp, mọi người thậm chí càng ít động cơ xem xét tính hiệu lực của sự khôn ngoan này, vì họ xem nó như cố thủ trong suy nghĩ của người khác. Tôi nhớ đến nghiên cứu của Modigliani và Cohn (1979) cho thấy những thiên lệch (bias) do lạm phát trong thực tiễn kế toán quy ước làm cho lợi nhuận khác biệt to lớn so với thực tế, một nghiên cứu cho phép họ dự đoán xấp xỉ, trong vài năm, đáy của lịch sử thị trường chứng khoán năm 1982. Việc không có phản ứng ngay lập tức đối với nghiên cứu của họ là điều mà người ta có thể mong đợi nhìn thấy trong một thế giới cuộc thi sắc đẹp, vì không ai mong đợi người khác phản ứng nhiều với nghiên cứu của họ.

Sự nở rộ của tài chính hành vi sau năm 1980

Ý tưởng rằng giá đầu cơ bằng cách nào đó có thẩm quyền độc nhất, như phán đoán tốt nhất có thể về giá trị thực, vẫn còn sức hấp dẫn phổ biến ngay cả ngày nay. Nhưng nó đã mất đi khẳng định độc đáo của mình về sự chú ý của các nhà lý thuyết kinh tế. Các mô hình lý thuyết về thị trường đầu cơ tương tự như lý thuyết cuộc thi sắc đẹp của Keynes, và nhấn mạnh kỳ vọng bán lại cho người khác với niềm tin lạc quan, được đưa ra bởi Harrison và Kreps (1978), Morris (1996), Scheinkman

và Xiong (2003), Wu và Guo (2004), Allen, Morris và Shin (2006), Hong, Scheinkman và Xiong (2006), Hong và Sraer (2011), Kubler và Schmedder (2012), và Barberis et al. (2013). Ngoài ra, còn có các mô hình thể hiện bong bóng liên quan đến các chu kỳ đòn bẩy độ dãn nở của tỉ lệ đòn bẩy trong chu kỳ kinh doanh gắn liền với niềm tin không đồng nhất: Fostel và Geanakoplos (2008), Geanakoplos (2009), Cao (2010), và He và Xiong (2012). Các mô hình nhà giao dịch gây nhiễu hoặc ít thông tin (Kyle 1985, De Long và cộng sự 1990, Campbell và Kyle 1993) đã bắt đầu thay thế các mô hình bằng tất cả các nhân tố duy lý.

Hơn nữa, có những mô hình thị trường tài chính thay giả định của các nhân tố tối đa hóa thỏa dụng kỳ vọng (expected utility maximizing) duy lý bằng các mô hình thay thế hành vi của con người, như lý thuyết triển vọng (Kahneman và Tversky 1979, 2000). Lý thuyết triển vọng là lý thuyết về sự lựa chọn của con người khi đối mặt với rủi ro dựa trên bằng chứng thực nghiệm trong phòng thí nghiệm tâm lý học, không phải là lý thuyết về tính duy lý theo nghĩa truyền thống, vì nó nhận ra sự vi phạm các nguyên tắc cơ bản của hành vi duy lý (Savage 1954). Hành vi của con người mà lý thuyết triển vọng mô tả là dễ bị tổn thương bởi sự tùy tiện của khung tâm lý; những thay đổi không đáng kể trong bối cảnh hoặc đề nghị có thể tạo ra sự khác biệt sâu sắc trong hành vi của con người.

Barberis, Huang và Santos (2001) đã chỉ ra rằng với những nhà đầu tư thu được lợi ích trực tiếp từ biến động giá trị tài sản của họ, lý thuyết triển vọng có thể giúp giải thích sự biến động thái quá của lợi nhuận thị trường chứng khoán. Hiệu ứng "tiền của nhà cái" có thể giúp bong bóng phát triển lớn hơn, tương tự như các con bạc tại sòng bạc sau khi thắng được một số tiền, họ trở nên dễ chấp nhận rủi ro với số tiền đó vì họ coi đây là tiền của người khác mà họ có thể chấp nhận mất đi (Thaler và Johnson 1990). "Định nghĩa hẹp" (*narrow framming*) (Barberis, Huang, và Thaler 2006) và sự phân phối bán cổ phiếu thắng, giữ cổ phiếu thua (Shefrin và Statman 1985) của các nhà đầu tư có thể giải thích các bằng chứng khác chống lại thị trường hiệu quả.

Lĩnh vực tâm lý học đưa ra nhiều nguyên tắc khác về hành vi của con người đã được chứng minh là có liên quan để đánh giá lý thuyết thị trường hiệu quả. Ví dụ, có bằng chứng cho thấy xu hướng chung của con người đối với sự tự tin thái quá khiến các nhà đầu tư giao dịch quá nhiều (Odean 2000) và các CEO lãng phí vốn nội bộ cho các dự án rảnh rỗi mà không phải trọng tâm (Malmendier và Tate 2005). Các nhà đầu tư có xu hướng bị phân tâm quá mức bởi các câu chuyện tin tức (Barber và Odean 2008) và phản ứng thái quá với cổ tức tiền mặt (Shefrin và Statman 1984).

Lý thuyết tài chính cũng đã tiến bộ để cho phép chúng ta hiểu rõ hơn về tác động của sự mơ hồ liên quan đến xác suất, những khó khăn cơ bản trong việc đặt các giá trị số cho xác suất mà Keynes đề cập (Bewley 2002, Bracha và Brown 2013).

Các nhà tâm lý học đã ghi nhận xu hướng mọi người neo ý kiến của họ trong các tình huống mơ hồ với các tín hiệu tùy tiện nổi bật về mặt tâm lý ngay cả khi chúng rõ ràng không liên quan với nhau (Tversky và Kahneman 1974).

Khoa học thần kinh đã bắt đầu hiểu cách thức bộ não con người xử lý sự mơ hồ. Hsu và cộng sự (2005) và Huettel và cộng sự (2006) sử dụng chụp cộng hưởng từ để nghiên cứu phản ứng của não đối với các tình huống rõ ràng so với mơ hồ. Huettel và cộng sự kết luận rằng "việc ra quyết định trong mơ hồ không đại diện cho trường hợp đặc biệt, phức tạp hơn của việc ra quyết định mang tính rủi ro; thay vào đó, hai dạng không chắc chắn này được hỗ trợ bởi các cơ chế riêng biệt". Sự tiến bộ nhanh chóng mà chúng ta chứng kiến trong khoa học thần kinh có thể sẽ mang lại những hiểu biết mới về sự mơ hồ, tinh thần động vật và tính thất thường (*caprice*) mà Keynes và những người khác đã nhấn mạnh.

Ý nghĩa của đổi mới tài chính

Các tổ chức tài chính mà chúng ta có ngày nay là sản phẩm của nhiều thế kỷ kinh nghiệm với sự biến động của giá tài sản đầu cơ, với khám phá thông tin quan trọng mà giá cả thị trường này có thể tiết lộ, cũng như

khả năng cho hành vi thất thường ở các thị trường này. Độ tin cậy của các thị trường này trong việc tiết lộ thông tin thực về các yếu tố cơ bản không phải là không tuyệt vời, nhưng nó cũng không thể bỏ qua được, và độ tin cậy có thể được cải thiện theo thời gian với các tổ chức tài chính tốt hơn. Thị trường hiệu quả nên được coi là một mục tiêu, không phải là một thực tế đã được xác lập. Các tổ chức tài chính hiện tại của chúng ta là kết quả thử nghiệm giúp mọi người thiết kế xung quanh trải nghiệm này; các tổ chức trong tương lai phụ thuộc vào thử nghiệm và tái thiết kế tiếp tục của chúng ta.

Giống như kỹ thuật cơ khí, kỹ thuật tài chính nên chú ý đến các yếu tố con người để tạo ra các thiết bị phục vụ tốt cho con người, với sự cân nhắc đầy đủ về tài năng và hạn chế của con người. Khi kinh nghiệm này tích lũy qua năm tháng, với mỗi cuộc khủng hoảng tài chính tiếp diễn và mỗi lần cải tiến về công nghệ thông tin, đổi mới tài chính có thể khiến các tổ chức này hoạt động tốt hơn cho loài người. Ví dụ, chính phát minh từ nhiều thế kỷ trước của thị trường chứng khoán đã tạo ra một bầu không khí đầu tư. Tuy thường xuyên tạo ra bong bóng quá mức, phát minh tạo ra động lực cho mọi người ra mắt các doanh nghiệp mới kích thích, để cập nhật thông tin hữu ích và để bảo vệ bản thân khỏi những rủi ro không thể tránh khỏi của những bong bóng đó.

Như David Moss (2002) ghi chép, một đạo luật trách nhiệm hữu hạn chung cho tất cả các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán không phải là một ý tưởng tốt khi điều lệ đầu tiên trên thế giới được thông qua ở New York vào năm 1811, nhưng hóa ra nó có tầm quan trọng cơ bản đối với tâm lý của nhà đầu tư. Bằng cách cấm tuyệt đối các vụ kiện chống lại các cổ đông vì vi phạm của công ty, nó đã hạn chế rủi ro sụt giá thành phần nhỏ vừa sức quản lý về mặt tâm lý (không phải lo lắng khoản đầu tư của bạn có thể tiêu tan và đưa bạn vào nhà tù của con nợ), và cho phép theo đuổi đa dạng hóa danh mục đầu tư mà không cần điều tra toàn diện về quản lý của mỗi công ty. Thị trường chứng khoán trở thành một nơi thú vị, giống như sòng bạc, nhưng gắn liền với thực tế kinh doanh

hơn là giải trí đơn thuần, và đó là nơi các nhà đầu tư có thể đa dạng hóa và hạn chế rủi ro. Do đó, nó có hiệu quả cao trong việc thu hút vốn cho doanh nghiệp. Gần đây, mọi người đã thử nghiệm các chi tiết khác của thị trường chứng khoán, chẳng hạn như quy tắc giao dịch nội gián, quy tắc duy trì rủi ro, yêu cầu về vốn và các yếu tố khác. Chúng tương tác với tâm lý con người theo những cách có thể cải thiện chức năng thị trường, nhưng tác dụng của chúng không thể tiên đoán một cách chính xác trên cơ sở của bất kỳ lý thuyết được thừa nhận nào.

Phần lớn các công trình của tôi đều liên quan đến việc xem xét cả lý thuyết tài chính và yếu tố con người như thế nào trong việc thiết kế các cấu trúc tài chính mới. Tôi đã viết một số cuốn sách dành cho việc này: *Who's Minding the Store?* (1992), *Macro Markets* (1993), *The New Financial Order* (2003), *The Subprime Solution* (2008), and *Finance and the Good Society* (2012). Hầu hết các ý tưởng tôi đã thể hiện trong những cuốn sách đó là những lời kêu gọi cho thử nghiệm, không phải là những ý tưởng đã hoàn thiện. Những ý tưởng mà tôi đã thảo luận hầu hết chưa được kiểm chứng, và những hình thức cuối cùng của chúng, nếu và khi nào chúng được thực hiện thì có lẽ trong tương lai xa, và với công nghệ thông tin tốt hơn rất nhiều, khó có thể nhìn thấy trước, có lẽ trong tương lai xa, và với công nghệ thông tin tốt hơn rất nhiều.

Các ý tưởng trong những cuốn sách này và các bài báo liên quan, rất đa dạng, đi theo nhiều hướng và phải được đánh giá là sự khởi đầu của các ý tưởng. Chúng có thể trông khá thô, giống như những thiết kế đầu tiên của máy bay; các phiên bản sau này của chúng có thể trông ít thô hơn.

Chủ đề bao quát trong nghiên cứu này của tôi là chúng ta cần *dân chủ hóa* và *nhân bản hóa* tài chính dưới dạng nghiên cứu về hành vi con người và chức năng của thị trường (Shiller 2011). Dân chủ hóa tài chính có nghĩa là làm cho các tổ chức tài chính hoạt động tốt hơn cho những con người thực, xử lý các rủi ro quan trọng nhất đối với cá nhân họ, và tạo cơ hội cho cảm hứng và phát triển cá nhân. Nhân tính hóa tài chính có nghĩa là làm cho các tổ chức tài chính tương tác tốt với hành vi thực tế

của con người, xem xét cách mọi người thực sự nghĩ và hành động.

Lionel Robbins, trong cuốn sách năm 1932 *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science* (tạm dịch: Bài tiểu luận về bản chất và ý nghĩa của khoa học kinh tế), đã vinh dự phát minh ra định nghĩa phổ biến nhất hiện nay về khoa học kinh tế, chắp nối ý tưởng cốt lõi thống nhất để định nghĩa khoa học này. Khi đó ông đã viết:

Các nhà kinh tế nghiên cứu xử lý các phương tiện khan hiếm. Anh ta quan tâm đến cách thức mức độ khan hiếm của các hàng hóa khác nhau làm phát sinh các tỉ lệ định giá khác nhau của chúng, và anh ta quan tâm đến thay đổi trong điều kiện khan hiếm, cho dù đến từ những thay đổi mục đích hoặc thay đổi phương tiện từ phía cầu hoặc phía cung ảnh hưởng đến các tỉ lệ này như thế nào.

Tầm quan trọng của giá cả trong việc phân bổ nguồn lực khan hiếm là một ý tưởng mà sự khởi đầu của nó ít nhất có từ thời Adam Smith vào thế kỷ thứ 18, với thuyết "bàn tay vô hình" của ông, và có một sự khôn ngoan nhất định trong cách định nghĩa phạm vi nghiên cứu toàn bộ kinh tế của Robbins quanh ý tưởng này. Ngay cả ngày nay, sự khôn ngoan này vẫn chưa hoàn toàn rõ ràng đối với công chúng chưa được đào tạo bài bản. Hầu hết mọi người không đánh giá cao rằng tất cả các hoạt động kinh tế của chúng ta, tất cả các thú vui và sự thỏa mãn của chúng ta cũng như của các thế hệ tiếp theo, cuối cùng được dẫn dắt bởi giá của các nguồn lực khan hiếm được hình thành trên thị trường.

Tuy nhiên, có một vấn đề với cách giải thích về kinh tế mà Robbins đã đưa ra một cách thuyết phục. Dường như định nghĩa của ông đóng khung vấn đề kinh tế là độc quyền về sự khan hiếm tài nguyên sản xuất, như năng lượng và thực phẩm, thay vì sự khan hiếm tài nguyên trí tuệ và tâm lý của con người. Ông đưa ra vấn đề là con người chống lại tự nhiên, trong khi thực tế phần lớn vấn đề kinh tế là con người chống lại chính mình.

Giá tài sản dài hạn như được quan sát hôm nay, giá cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản và hàng hóa, và giá của các sản phẩm phái sinh như hợp đồng tương lai, hoán đổi và quyền chọn, và của các tổ chức khác như

bảo hiểm dài hạn, đặc biệt quan trọng đối với kinh tế, và đặc biệt khó giải quyết, vì sự khan hiếm mà giá đại diện là một thứ không bao giờ thực sự khách quan và được tiết lộ trực tiếp ngày hôm nay. Cấp độ của chúng bị ảnh hưởng bởi những kỳ vọng của tương lai xa, và nói chung là mơ hồ. Giá thị trường của tài sản đầu cơ tại bất kỳ thời điểm nào cũng phản ánh, như thường được khẳng định, cả thị hiếu và công nghệ thời đó. Nhưng chúng cũng phản ánh thị hiếu và công nghệ dự kiến trong tương lai, khả năng phát hiện ra các nguồn tài nguyên mới hoặc công nghệ để phát triển chúng. Chúng cũng phản ánh xã hội học và tâm lý học xã hội, và dự đoán những thay đổi trong tương lai trong những điều này; trong chính sách của chính phủ như thuế; và trong các lực lượng chính khác, chẳng hạn như sự thay đổi về bất bình đẳng thu nhập và các phản ứng xã hội và chính phủ có thể xảy ra đối với những điều này; mối đe dọa tiềm tàng của chiến tranh và các thảm họa khác; và khả năng sử dụng và chính sách đối với các tài sản trong những thời điểm như vậy.

Fischer Black, trong bài diễn văn năm 1984 trước Hiệp hội Tài chính Mỹ, đã đưa ra một định nghĩa mới về hiệu quả của thị trường. Ông đã định nghĩa lại "thị trường hiệu quả" là "thị trường mà trong đó, giá nằm trong khoảng giá trị, ví dụ, giá cao hơn một nửa giá trị và thấp hơn hai lần giá trị... Theo định nghĩa này, tôi nghĩ rằng hầu hết các thị trường đều hiệu quả gần như suốt mọi thời đại".

Tuy nhiên, ngay cả khi cho rằng ông đã đúng vì một lý do chưa xác định nào đó, lý thuyết thị trường hiệu quả hiện tại vẫn là khuôn khổ cơ bản mà từ đó nhiều quyết định chính sách kinh tế và quyết định đổi mới có được đưa ra hay không. Không ai nghiêm túc đề xuất việc loại bỏ thị trường chứng khoán ngay cả khi tất cả chúng ta chấp nhận cảm giác của Fischer Black là thực tế. Vậy tại sao chúng ta không nên xem xét các thị trường rủi ro khác, thị trường chưa ra đời, chỉ đơn thuần thông qua các sự ngẫu nhiên của lịch sử và thời điểm tính toán của các đột phá công nghệ liên quan?

Các tổ chức có thể được thiết kế lại để tái lập suy nghĩ của mọi người hướng về dài hạn và những chủ đề tốt hơn cho sự chú ý của họ, bằng cách

tạo ra thị trường với những rủi ro gắn liền với những yếu tố cơ bản và khuyến khích mọi người nên nghĩ tới chúng. Các tổ chức thay đổi khung tái lập suy nghĩ đôi khi có thể đủ điều kiện là các tổ chức cung cấp "cú huých" (*nudge*), như Richard Thaler và Cass Sunstein (2009) đã đưa ra, gợi ý hướng đi đúng đắn cho mọi người mà không bị ép buộc. Các tác giả này đưa ra suy nghĩ của mình dựa trên triết lý mà họ gọi là "chủ nghĩa gia trưởng tự do", nhấn mạnh các biện pháp từ chính phủ khuyến khích các hành vi phù hợp mà không cần ép buộc. Mặc dù nền tảng của chúng tôi trong kinh tế học hành vi là tương tự nhau, tôi sẽ không nhấn mạnh thuật ngữ đó, có lẽ bởi vì nó dường như gợi ý một cấu trúc xã hội từ trên hướng xuống, với chính phủ đứng trên cùng. Sự phát triển của chủ nghĩa tư bản tài chính dường như, hoặc có thể là vấn đề của tổ chức tình nguyện ở hầu hết các xã hội, tích hợp các hoạt động của mọi người trong mọi tầng lớp để thỏa mãn các mục đích đa dạng của họ. Tầm nhìn cho một chủ nghĩa tư bản tài chính tốt hơn hết là không nên đi từ trên xuống.

Một số ví dụ gần đây về đổi mới tài chính, ví dụ về các thử nghiệm mới, có thể giúp làm rõ ích lợi của đổi mới đối với một thế giới tài chính không hoàn hảo như thế nào. Trước tiên, hãy xem xét trái phiếu chính sách xã hội do Ronnie Horesh (2000) đề xuất, gần đây đã hiện thực hóa bằng trái phiếu tác động xã hội, được phát hành lần đầu tiên với sự giúp đỡ của tổ chức phi lợi nhuận Social Finance, Ltd., vào năm 2010 tại Vương quốc Anh. Nhờ đó, chuyển hướng xung đầu cơ này vào giải quyết các vấn đề xã hội trên phạm vi nắm giữ có ý nghĩa được nhà phát hành lựa chọn sao cho không quá ngắn cũng không quá dài để tạo ra các giải pháp hiệu quả.

Chúng ta cũng nên xem xét các sáng kiến gọi vốn cộng đồng (*crowdfunding*) mới để tạo ra các trang web cho phép số lượng lớn người khác nhau, mỗi người chia sẻ thông tin và trực tiếp đầu tư một số tiền nhỏ vào các doanh nghiệp mới, mà không qua các trung gian tài chính thông thường. Chúng đã mọc lên ở nhiều nơi trên thế giới, với các trang web như kiva.org hoặc kickstarter.com. Họ đã sẵn sàng, sau Đạo luật Khởi nghiệp Kinh doanh năm 2012 của Hoa Kỳ, để chuyển đổi vốn mạo

hiểm. Những sáng kiến như vậy có thể và chắc chắn sẽ gây ra một số bong bóng và tình trạng lạm dụng các nhà đầu tư không biết gì. Mặt khác, nếu được thiết kế và điều chỉnh đúng, chúng có thể tạo ra một cách thức mới để khơi dậy tinh thần động vật và tập trung sự chú ý vào các khoản đầu tư mạo hiểm. Gọi vốn cộng đồng có thể hiệu quả hơn trong việc tài trợ cho những ý tưởng khó chứng minh; mà thành quả không xuất hiện ngay lập tức; có mục đích xã hội, môi trường hoặc truyền cảm hứng tinh tế vượt ra ngoài lợi nhuận đơn thuần; và chỉ một tỉ lệ nhỏ dân số được trang bị kiến thức để hiểu.

Chúng ta cũng nên xem xét các tập đoàn lợi ích mới đã xuất hiện ở hai mươi tiểu bang Hoa Kỳ. Chúng là sự hợp nhất của các tập đoàn vì lợi nhuận và phi lợi nhuận, về cơ bản thay đổi khung tinh thần mà các nhà đầu tư thường có khi đầu tư vào chúng, và khuyến khích cả sự phấn khích của nhà đầu tư và suy nghĩ duy tâm hơn về các khoản đầu tư này. Hình thức doanh nghiệp phi lợi nhuận mà tôi tham gia ủng hộ (2012), trong đó các tổ chức phi lợi nhuận có tâm lý tương tự như kinh doanh được tài trợ bằng vốn, nếu được thực hiện, sẽ tăng cường hoạt động từ thiện và làm cho nó hiệu quả hơn.

Đây chỉ là khởi đầu của những đổi mới tài chính mà chúng ta có thể mong đợi nhìn thấy trong tương lai, cùng với sự hiểu biết được cải thiện của chúng ta về tài chính hành vi và toán kinh tế, cùng cải tiến công nghệ thông tin. Cụ thể, dường như chúng ta có thể thu được lợi ích lớn bằng cách mở rộng phạm vi thị trường tài chính của mình để cho phép giao dịch các rủi ro thực sự quan trọng.

Chúng ta có thể tiếp tục dân chủ hóa tài chính từ việc mở rộng giao dịch để bao gồm giao dịch của các chỉ số khác mới chỉ được đo lường gần đây, nhưng phản ánh những rủi ro thực sự và quan trọng đối với mọi người. Tôi ám chỉ đến thị trường tương lai cho nhà ở một hộ gia đình bắt đầu tại Chicago Mercantile Exchange năm 2006; nếu thị trường đó trở nên thành công hơn, cuối cùng nó sẽ cung cấp khám phá giá (*price discovery*) mang lại giá trị ý nghĩa cho mỗi cá nhân và có thể dẫn đến

một thị trường tiền mặt cho bất động sản không quá kém hiệu quả. Thị trường tương lai nhà, nếu thành công hơn, sẽ tạo điều kiện cho việc sản sinh nhiều sản phẩm quản lý rủi ro hơn, chẳng hạn như bảo hiểm tài sản nhà (*home equity*) (Shiller và Weiss 1999b) hoặc thế chấp bằng tính toán có kế hoạch sẵn (*preplanned workout*) (Shiller 2012, 2014; Shiller và cộng sự 2013).

Nếu có một thị trường bất động sản phát triển tốt trước cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng tài chính sẽ giảm đáng kể, bởi vì nó cho phép, thậm chí khuyến khích mọi người phòng ngừa rủi ro bất động sản. Mức độ nghiêm trọng của cuộc khủng hoảng đó thực chất là do các vị thế dùng đòn bẩy mà không đa dạng hóa của mọi người trong thị trường nhà đất, nhấn chìm các khoản thế chấp của hơn 15 triệu hộ gia đình ở Hoa Kỳ, và do đó giảm chi tiêu của họ. Không có mâu thuẫn nào khi nói rằng bong bóng xảy ra trong thị trường nhà đất và rằng chúng ta nên tạo ra thị trường nhà ở tốt hơn và có tính thanh khoản hơn.

Hơn nữa, tôi cùng với những người khác đã lập luận rằng dòng tổng sản phẩm quốc nội (GDP), hoặc tổng thể nền kinh tế vĩ mô, nên được phát triển để giúp các quốc gia chia sẻ rủi ro của họ (Shiller 1993, 2003, 2008; Athanasoulis và Shiller 2000, 2001; Kamstra và Shiller 2009); hoặc thị trường đó nên phát triển biến số kinh tế quan trọng khác, như thu nhập nghề nghiệp, để chia sẻ rủi ro sinh kế (Shiller 1993, Shiller và Schneider 1998, Shiller 2003).

Nếu các khoản nợ của chính phủ các nước châu Âu có dạng cổ phiếu GDP, thì rất có thể chúng ta sẽ không gặp phải cuộc khủng hoảng nợ công nghiêm trọng ở Châu Âu bắt đầu từ năm 2009, vì các nước sẽ không gặp vấn đề tái cấp vốn ngắn hạn và nhận thấy nghĩa vụ chính phủ của họ được giảm chấn khi GDP giảm. Nếu mọi người tìm kiếm sự bảo vệ cho phúc lợi của mình bằng cách tự bảo vệ mình trong thị trường thu nhập nghề nghiệp, nhiều người trong số họ phải chịu đựng ít hơn trong cuộc khủng hoảng này.

Các ví dụ về những cách tân có thể tái lập suy nghĩ tốt hơn và dài hạn hơn về các yếu tố cơ bản bao gồm các "hợp đồng tương lai vĩnh cửu" không có ngày đáo hạn mà tôi đã đề xuất (1993), hoặc ứng dụng khái niệm tham gia chỉ số do Sở giao dịch chứng khoán Mỹ phát triển vào năm 1989 sang chỉ số dòng tiền, hoặc cổ phiếu vĩ mô (*macro share*) dài hạn mà các đồng nghiệp của tôi và tôi từng cố gắng triển khai dựa trên nhiều chỉ số khác nhau, hoặc thị trường cho các ngày chia cổ tức trong tương lai cá nhân trên các chỉ số giá cổ phiếu mà Michael Brennan (1999) cho rằng có thể khiến nhà đầu tư "tập trung vào các yếu tố cơ bản xác định giá trị của chỉ số chứ không chỉ đơn giản là giá trị bán lại trong tương lai của chỉ số".

Sự phát triển của trái phiếu điều chỉnh lạm phát (*inflation-indexed bonds*), đã dần dần trở nên quan trọng trong nửa thế kỷ qua trên toàn thế giới, là một thành công quan trọng trong quá khứ nhưng vẫn chưa hoàn thiện. Những thị trường như vậy và các tổ chức lập chỉ mục khác, có thể được tăng cường bằng những thay đổi có chủ ý trong việc định hình khung tâm lý. Nếu các đơn vị tính toán điều chỉnh lạm phát, được tạo ra và sử dụng rộng rãi, chúng sẽ giúp mọi người thoát khỏi ảo tưởng tiền bạc của họ vì nó ngăn chặn thiết kế thỏa thuận thông minh xung quanh kết quả thực mới thật sự quan trọng. Tôi đã ủng hộ sự gia tăng nhanh chóng của các đơn vị tính toán này khi chúng bắt đầu ở Chile (Shiller 2002), ở Hoa Kỳ (Shiller 2003) và ở Vương quốc Anh (Shiller 2009). Sử dụng chúng rộng rãi có thể giúp ngăn chặn bong bóng bất động sản đang chờ sẵn những vấn đề tài chính hiện tại, một bong bóng có khả năng được hỗ trợ bởi ấn tượng phổ biến rằng nhà ở một hộ gia đình trong lịch sử đã cho thấy mức lãi vốn thực cao, tuy nhiên trong thực tế một thế kỷ qua, mức lãi nhìn chung chỉ là danh nghĩa và do đó mang tính huyễn hoặc (Shiller 2005).

Chúng ta muốn những đổi mới như vậy nếu không chính xác là những gì tôi và những người khác đã ủng hộ cho đến nay, bởi vì những đổi mới tiền thân của chúng, các tổ chức tài chính mà chúng ta có ngày

nay, đã mang lại sự thịnh vượng, bất chấp những gián đoạn lớn do bong bóng và khủng hoảng tài chính. Không có hệ thống kinh tế nào ngoài chủ nghĩa tư bản tài chính mang lại mức độ thịnh vượng mà chúng ta thấy ở phần lớn thế giới ngày nay, và có mọi người tin rằng việc mở rộng hơn nữa hệ thống này sẽ mang lại sự thịnh vượng hơn nữa.

Các mô hình hành vi được quan sát trong giá tài sản đầu cơ phù hợp với quan điểm về hiệu quả thị trường như một nửa sự thật ngày nay và giống với quan điểm rằng có những phức tạp hành vi trong các thị trường này cần có đổi mới tài chính và quy định tài chính được thiết kế phù hợp.

Những thay đổi trong các tổ chức tài chính của chúng ta dưới hình thức sáng tạo lại các loại rủi ro được giao dịch, làm thay đổi khung tâm lý của những thứ được giao dịch và thay đổi quan hệ xã hội với các đối tác kinh doanh và đối thủ của chúng ta, có thể làm cho thị trường tài chính ít bị tổn thương hơn trước bong bóng và sụp đổ, và hiệu quả hơn trong việc giúp chúng ta đạt được mục tiêu cuối cùng của mình. •